SOUS LA DIRECTION DE
Éric **Berr** Virginie **Monvoisin** Jean-François **Ponsot**

L'économie post-keynésienne

Histoire, théories et politiques

Préface de James K. **Galbraith**

Première grande synthèse en français

Seuil

Sous la direction de
Éric Berr
Virginie Monvoisin
Jean-François Ponsot

L'ÉCONOMIE POST-KEYNÉSIENNE

Histoire, théories et politiques

OUVRAGE TRADUIT AVEC LE CONCOURS
DU CENTRE NATIONAL DU LIVRE

ÉDITIONS DU SEUIL
25, bd Romain-Rolland, Paris XIVe

2018

T

Titre

Dans la collection « Économie humaine »

Copyright

Table des illustrations

Préface - James K. Galbraith*

Introduction générale - Éric Berr, Virginie Monvoisin et Jean-François Ponsot

Références bibliographiques

Chapitre 1 - John Maynard Keynes Le père de la macroéconomie moderne - Marc Bousseyrol

1. Une vie au service de la chose publique

2. Une analyse de l'incertitude révolutionnaire

3. Une analyse novatrice de l'économie monétaire de production et de l'inflation

4. Demande effective, relation épargne-investissement, théorie de l'emploi

5. Politique économique, état de la confiance et socialisation de l'investissement

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 2 - Michał Kalecki L'économiste des relations de pouvoir et des conflits sociaux - Michaël Assous

1. Un économiste énigmatique

2. « Les capitalistes gagnent ce qu'ils dépensent… »

3. Cycles et croissance

4. Répartition du revenu et lutte de classe

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 3 - Joan Robinson Une combattante à l'assaut de la citadelle orthodoxe - Louis-Philippe Rochon

1. Notes biographiques : qui est Joan Robinson ?

2. Joan Robinson et son œuvre

3. Les controverses sur la nature du capital

4. Les théories de la croissance

5. La théorie de la monnaie endogène

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 4 - Nicholas Kaldor Le défenseur d'une économie dynamique ancrée dans l'histoire - André Lorentz

1. Le progrès technique et les évolutions d'« un modèle de croissance »

2. Les principes d'une croissance cumulative

3. Les politiques macroéconomiques de relance par la demande

4. La monnaie et le système monétaire international

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 5 - Hyman Minsky Le théoricien de l'instabilité financière - Éric Nasica

1. Une conception endogène et financière de l'instabilité économique

2. La nécessité de stabiliser une économie instable

3. Les banques, sources d'innovation et d'instabilité

4. L'apport aux analyses keynésiennes de la monnaie et des banques

5. Minsky et les modélisations de l'instabilité financière

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 6 - Les courants et fondements théoriques de l'analyse post-keynésienne - Marc Lavoie et Jean-François Ponsot

1. Les cinq courants post-keynésiens

2. Les fondements de l'analyse post-keynésienne

3. Le rapport des post-keynésiens aux autres écoles de pensée

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 7 - Le circuit keynésien : unde, ubi et quo - Frédéric Poulon

1. D'où vient le circuit keynésien ?

2. Où en est le circuit keynésien ?

3. Finalité du circuit keynésien

Références bibliographiques

Chapitre 8 - Au fondement de l'économie, l'incertitude - Michaël Lainé

1. Keynes, contempteur des probabilités

2. Robinson, Shackle, Minsky : la vision des pères fondateurs du post-keynésianisme

3. L'incertitude, configuration de l'univers ou de l'esprit humain ?

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 9 - La monnaie endogène et la question du financement de l'économie - Virginie Monvoisin et Louis-Philippe Rochon

1. Les enjeux d'une théorie de l'offre de monnaie : une définition entre macroéconomie et comportements du système bancaire hiérarchisé

2. La monnaie endogène et les relations bancaires repensées

3. Les incohérences des politiques monétaires non conventionnelles révélées par la théorie de la monnaie endogène

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 10 - L'inflation comme rapport social - Sébastien Charles et Jonathan Marie

1. Recherches passées et principaux résultats : la séquence post-keynésienne de dynamique des prix

2. Extensions du modèle, enjeux de politique monétaire et hyperinflation

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 11 - Les enjeux de la relation entre croissance et répartition - Amitava Krishna Dutt et Dany Lang

1. Le modèle canonique de croissance et répartition

2. Le modèle de Bhaduri et Marglin

3. Les principales critiques des modèles PKK

4. Quelques extensions du modèle

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 12 - Les déterminants du niveau de l'emploi - Marc Lavoie et Dany Lang

1. Les analyses du chômage, les termes du débat

2. Une vision marshallienne ou kaleckienne ?

3. Le modèle kaleckien de détermination de l'emploi

4. La courbe de demande effective de travail

5. Les conséquences du modèle kaleckien

6. L'offre de travail et la possibilité d'équilibres multiples

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 13 - Le coût du capital et la financiarisation de l'économie - Laurent Cordonnier, Thomas Dallery, Vincent Duwicquet, Jordan Melmiès et Franck Van de Velde

1. La question du coût du capital dans l'histoire : le capitalisme comme lutte entre la rente et l'activité

2. Le coût du capital aujourd'hui : la financiarisation comme frein à l'investissement

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 14 - La modélisation post-keynésienne stock-flux cohérente contemporaine - Edwin Le Héron

1. Une courte histoire de la modélisation PK-SFC

2. Les fondements théoriques des modèles PK-SFC

3. Le modèle canonique PK-SFC de Godley et Lavoie

4. Les principaux apports à la modélisation PK-SFC contemporaine

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 15 - Modèles macroéconomiques à base d'agents multiples - Pascal Seppecher

1. Les origines

2. La crise de 2007-2008 et les premiers modèles AB-SFC

3. Une rencontre inattendue

4. Avertissements et recommandations

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 16 - Prix, théorie de la firme et microéconomie post-keynésienne - Thomas Dallery et Jordan Melmiès

1. Objectifs et comportements de prix et de marge de la firme

2. Perspectives : le rôle fondamental de l'autofinancement

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 17 - Politique budgétaire et dette publique : les enjeux de l'intervention de l'État - Éric Berr, Orsola Costantini, Matthieu Llorca, Virginie Monvoisin et Mario Seccareccia

1. Le rôle de la politique budgétaire chez Keynes

2. Les principes de la politique budgétaire post-keynésienne

3. Les politiques budgétaires depuis la crise de 2007-2008 : entre « moment keynésien » et austérité

Conclusion : la politique budgétaire, une question politique

Références bibliographiques

Chapitre 18 - L'employeur en dernier ressort : une idée post-keynésienne pour assurer le plein-emploi permanent - Quirin Dammerer, Antoine Godin et Dany Lang

1. Les textes fondateurs d'une politique de l'emploi atypique

2. L'employeur en dernier ressort, une idée à la hauteur des défis contemporains

3. Les critiques des programmes d'EDR

4. Quelques expériences et enseignements de politiques d'EDR

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 19 - Trop d'inégalités, quelles solutions ? - Nicolas Zorn

1. La perspective post-keynésienne

2. L'impasse néoclassique

3. Les recommandations post-keynésiennes

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 20 - La politique monétaire post-keynésienne - Emmanuel Carré et Edwin Le Héron

1. Les principes théoriques de la politique monétaire post-keynésienne

2. Le cadre institutionnel de la politique monétaire post-keynésienne

3. Objectifs et instruments de la politique monétaire post-keynésienne

4. Discrétion et règles monétaires post-keynésiennes

5. Les politiques monétaires non conventionnelles depuis 2008

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 21 - Réformer l'architecture monétaire et financière internationale - Claude Gnos, Jean-François Ponsot et Sergio Rossi

1. L'insoutenabilité du régime monétaire international actuel : la thèse des « quatre I »

2. Le plan Keynes et les enjeux d'une monnaie internationale

3. La monnaie internationale et la question de son pouvoir libératoire

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 22 - Du développementisme classique au nouveau développementisme - Éric Berr et Luiz Carlos Bresser-Pereira

1. Les racines du développementisme

2. Le renouveau du développementisme

Conclusion

Références bibliographiques

Chapitre 23 - Les post-keynésiens et le développement soutenable - Éric Berr

1. Une prise de conscience tardive des enjeux écologiques

2. Vers un développement soutenable post-keynésien ?

Conclusion

Références bibliographiques

Les chemins de la liberté - Alain Parguez

Références bibliographiques

Présentation des auteurs

T

Figure 2.1. Équilibre de l'entreprise et équilibre macroéconomique

Tableau 6.1. Taxonomie des courants post-keynésiens (PK)

Tableau 6.2. L'évolution du programme de recherche post-keynésien

Figure 7.1. Le circuit keynésien brut

Figure 7.2. Le circuit keynésien de base

Figure 10.1. L'équilibre initial

Figure 10.2. La stagflation

Figure 10.3. Le glissement vers la déflation

Figure 11.1. Le modèle PKK canonique

Figure 12.1. La courbe de demande effective de travail

Figure 12.2. Le cas d'équilibres multiples

Figure 13.1. Coût du capital, observé et justifié, des sociétés non financières en France, en % de la FBCF (d'après Cordonnier et al., 2015)

Figure 13.2. Composition du coût du capital des sociétés non financières en France, en % de la FBCF (d'après Cordonnier et al., 2015)

Figure 13.3. Revenus distribués des sociétés nets, en % de la FNCF (d'après Cordonnier et al., 2015)

Tableau 14.1. Matrice des stocks du modèle Godley-Lavoie (2001-2002)

Tableau 14.2. Matrice des flux du modèle Godley-Lavoie (2001-2002)

Figure 16.1. Graphique à deux contraintes de Wood (1975)

Figure 16.2. La financiarisation vue dans le diagramme de Wood (1975)

Figure 17.1. Solde budgétaire de l'ensemble du secteur public, en pourcentage du PIB des pays du G7, 2000-2015 (d'après les données de l'OCDE)

Figure 17.2. Ratio de l'ensemble de la dette brute du secteur public, en pourcentage du PIB des pays du G7, 2000-2015 (d'après les données de l'OCDE)

Figure 17.3. Produit intérieur brut réel, 1996-2015 (d'après les données de l'OCDE)

Tableau 17.1. Taux de croissance, taux de chômage et évolution de la dette publique dans les pays du Sud de l'Europe, entre 2009 et 2014 (calculs des auteurs à partir des données d'Eurostat)

Tableau 17.2. Comparaison entre le solde budgétaire et le solde structurel dans les pays du Sud de l'Europe, en 2014 (calcul des auteurs à partir des données de l'OCDE)

Tableau 17.3. Comparaison entre les ratios de dettes publiques brute et nette dans les pays du Sud de l'Europe en 2014 (calcul des auteurs à partir des données de l'OCDE)

Préface

James K. Galbraith [*1]

Le journaliste économique Robert Kuttner a autrefois résumé la représentation que le *mainstream* – soit le courant de pensée économique dominant – se faisait des post-keynésiens, comme étant « des anabaptistes économiques, une erreur théologique historiquement curieuse qui ne disparaîtra pas [2] ». Pendant la période qui court des années de « haute théorie » jusqu'à l'effondrement du monétarisme[3], l'étendard post- keynésien a été porté aux États-Unis par Sidney Weintraub et Paul Davidson[4], s'appuyant sur les contributions théoriques menées par Luigi Pasinetti à Cambridge[5] et sur des travaux d'une grande proximité théorique menés par des chercheurs isolés comme Robert Eisner, Athanasios Asimakopoulos, Jan Kregel et Gilles Dostaler, pour ne citer qu'eux. Compte tenu de l'emprise tenace du *maintream* néoclassique sur les postes universitaires de haut niveau, des keynésiens atypiques tels que Nicholas Kaldor, Joan Robinson, Hyman Minsky et John Kenneth Galbraith ont disparu sans laisser de successeurs à des postes de même niveau. Il semblait alors que la « secte », si obstinée soit-elle, pourrait finalement s'être éteinte.

Et pourtant, les post-keynésiens ont persévéré. Ils ont développé et diversifié leur théorie et leur enseignement ; ils ont su attirer de nouveaux adeptes courageux et créatifs, et ont élargi le champ de leur analyse, de sorte que maintenant – comme le montre cet ouvrage – la grille de lecture post-keynésienne permet d'analyser pratiquement tout le spectre des problèmes économiques majeurs. Pour reprendre ce que j'ai évoqué lors de mon discours à la présidence de l'Association for Evolutionary Economics début 2013, cette évolution vérifie le principe biologique selon lequel, bien que l'eau douce et l'eau salée soient stériles et ne se mélangent pas, c'est bien dans les estuaires, agités de remous, que les évolutions se produisent.

Le contexte a joué un rôle non négligeable. Quarante ans après le grand retour en arrière – *the Great U-Turn* – dans la répartition des revenus américains, deux décennies après la bulle internet, dix ans après la grande crise financière et même dans les premiers temps de l'anthropocène, la montée des problèmes relatifs à l'existence humaine et de nature sociale a relégué les analyses proches de la macroéconomie traditionnelle – telles que les modèles d'équilibre général dynamique stochastique avec des agents représentatifs, à générations imbriquées et aux anticipations rationnelles – à de simples antiquités pittoresques. Toute personne n'étant pas engagée dans la course de rats qu'est le monde de la recherche, ou toute personne n'ayant même qu'un pied dans le monde réel, ne peut les prendre au sérieux ; n'importe qui traversant les salles de réunion vides et dépeuplées des conventions annuelles de l'American Economic Association peut le constater. En revanche, les rencontres post-keynésiennes, maintenant associées aux institutionnalistes, sont toujours noires de monde alors même qu'elles sont refoulées dans de petites salles d'hôtels de seconde zone.

La pertinence seule ne suffit pas. L'économiste ayant une solution utopique à tous nos problèmes est une figure familière, et même – ou, peut-être, en particulier – le *mainstream* produit sa part de « chiens de garde », désireux de vendre quelques lauriers académiques afin de connaître les joies et les affres du pouvoir. Ainsi, des idées très symboliques s'implantent dans la sphère politique – parfois à gauche, mais plus souvent à droite – réunissant derrière elles farouches partisans et lobbies qui se soutiennent et se renforcent mutuellement. Les post- keynésiens ne sont pas comme cela. Alors que leur analyse mène de fait à une action politique, leur point de départ consiste avant tout à faire un effort réel pour comprendre le fonctionnement de la production et de la répartition dans un système reposant sur la monnaie et le crédit,

donc pour s’attaquer à la façon dont fonctionne le capitalisme financier moderne.

L’une des caractéristiques fondamentales de cette approche apparaît explicitement dans ce livre : il s’agit du *flou*, voire de la suppression des frontières entre l’économie « macroéconomique » et l’économie « microéconomique ». Il est vrai qu’avec des enseignements reposant sur la pédagogie de l’immédiat après-guerre la macroéconomie est devenue un champ circonscrit à la politique monétaire, aux taux d’intérêt, au budget de l’État et à ses déficits, et à la dette publique, alors que la microéconomie est réservée aux théories relatives aux marchés, dans lesquelles la sphère publique n’est qu’une intrusion – une source de distorsions –, si jamais elle devait être prise en compte. Face à cette étrange division du travail du chercheur, les étudiants n’ont pas d’explications ; les vacances de Noël ont été considérées comme une explication suffisante – date à laquelle le programme passe de la microéconomie à la macroéconomie, ou inversement ! – et il ne semble pas nécessaire d’expliquer pourquoi cette partition existe en économie et nulle part ailleurs dans le monde intellectuel.

Si l’économie post-keynésienne prend le monde macroéconomique comme point de départ et élève le lien entre la monnaie et le crédit au rang d’élément analytique central, les post-keynésiens savent que leur principal adversaire intellectuel n’est pas le fantôme pathétique et émacié qu’est la macroéconomie *mainstream*. Il s’agit plutôt de la doctrine microéconomique néoclassique, doctrine autoentretenue et omniprésente. En effet, le champ de l’économie post-keynésienne comprend maintenant les questions de performance institutionnelle, de réglementation, de l’État de droit, du développement économique et de la répartition des revenus. Cette dernière est particulièrement importante, car la répartition des revenus, reliée par définition à la dotation et aux rendements des facteurs, est le sujet fondamental de la microéconomie néoclassique. Sans cela, cette analyse a très peu à dire sur quoi que ce soit. S’il s’avère que – comme, je le crois, mon travail l’a montré – la répartition des paiements et des revenus dépend essentiellement des mêmes mécanismes mis en évidence par les keynésiens depuis toujours, il apparaît alors que la voie est toute tracée pour une réorganisation de l’ensemble de la discipline, de la science économique dans son ensemble, selon les principes post-keynésiens relatifs aux questions monétaires et macroéconomiques.

L’approche présentée dans cet ouvrage remarquable dévoilera au lecteur une école de pensée riche, déjà très développée mais encore en cours de développement. Les analyses de la monnaie, de la banque, du circuit économique, du chômage, de l’inflation, de la politique budgétaire, de l’architecture financière internationale et de la théorie du développement font partie de l’histoire et du travail en cours dans cette école. À l’avenir, il faudra également faire de la place à une intégration adéquate de l’économie des ressources, des contraintes environnementales, du droit et de la réglementation, de l’économie de la fraude et de l’effondrement institutionnel. Car les post-keynésiens se saisissent actuellement de ces sujets, et, pour reprendre une expression célèbre, « il n’y a pas d’alternative ».

Townshend, Vermont
17 août 2017

---

1. * Traduction par Virginie Monvoisin.

2. Robert Kuttner, « The Poverty of Economics » (1987), reproduit dans Randy Albelda, Christopher Gunn et William Waller (dir.), *Alternatives to Economic Orthodoxy*, Londres, Routledge, 2015, p. 32. Je me souviens de la formulation originale de cet aphorisme, provenant sans doute d’une version de l’essai publiée dans l’*Atlantic*, qui commençait ainsi : « une secte insignifiante et méprisable qui refuse obstinément de disparaître ». Mais il semble impossible de retrouver le document.

3. Respectivement dans les années 1930 et au début des années 1980.

4. Et après la mort de Weintraub, par Davidson presque uniquement.
5. Et ensuite à Milan, où il a poursuivi ses recherches jusqu'à aujourd'hui.

Introduction générale

Éric Berr, Virginie Monvoisin et Jean-François Ponsot

John Maynard Keynes est assurément l'économiste le plus influent du XXe siècle. Sa *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, parue en 1936, en même temps qu'elle porte les coups les plus décisifs à la théorie néoclassique qui domine à son époque, ouvre la voie à une véritable « révolution copernicienne » en économie. En effet, Keynes se livre dans cet ouvrage à une critique en règle des hypothèses fondamentales qui constituent la base de la théorie qu'il appelle « classique », vocable par lequel il désigne indifféremment des économistes tels David Ricardo et ses contemporains, mais également les « marginalistes » comme Alfred Marshall – dont il fut l'élève –, Francis Ysidro Edgeworth ou Arthur Cecil Pigou. Il néglige ainsi la rupture survenue entre les auteurs classiques du XIXe siècle et les auteurs néoclassiques, dans la lignée de William Stanley Jevons, Carl Menger et Léon Walras.

Pour Keynes, ces deux courants présentent quatre traits communs : l'acceptation de la loi des débouchés, énoncée par Jean-Baptiste Say au XIXe siècle, selon laquelle seul le côté « offre » de la production, soit les conditions de production (coût, technologie utilisée, etc.), est significatif pour l'analyse, la demande – émanant des ménages, des entreprises et des États – devant s'ajuster automatiquement ; la détermination de l'investissement par l'épargne préalable ; la dichotomie entre le secteur monétaire et le secteur réel d'une économie ; l'adhésion à la théorie quantitative de la monnaie, qui fait d'une trop grande quantité de monnaie en circulation dans l'économie la cause unique de l'inflation.

Grâce au concept de demande effective – dont certains attribuent la paternité à l'économiste polonais Michał Kalecki –, Keynes remet en cause la loi de Say et, de fait, l'approche « classique ». Sa critique se construit donc point par point en contradiction avec cette approche : en réhabilitant le rôle de la demande anticipée par les entrepreneurs dans la décision d'investir – donc d'embaucher –, il réintroduit l'incertitude radicale, donc un plus grand réalisme. Pour lui, le côté « demande » de la production retrouve une place centrale ; il rejette l'idée que l'investissement soit déterminé par une épargne préalable et consacre au contraire l'investissement – public ou privé – comme la variable motrice du système économique ; il refuse enfin la dichotomie réel-monétaire, et son corollaire qu'est la théorie quantitative de la monnaie, en montrant que les économies modernes sont des économies monétaires de production dans lesquelles les variables réelles et monétaires sont interdépendantes.

Ses idées vont s'imposer dès la fin de la Seconde Guerre mondiale. La période des Trente Glorieuses (1945-1975) correspond à l'âge d'or du keynésianisme et consacre le rôle de l'État-providence. De nombreux auteurs vont prolonger les travaux de Keynes, les figures les plus marquantes étant Joan Robinson, Nicholas Kaldor ou encore Hyman Minsky. Leurs recherches vont donner naissance à un courant de pensée qu'Alfred Eichner et Jan Kregel (1975) qualifieront de « post-keynésien ». Cette approche, bien qu'imparfaitement homogène, réunit des économistes qui, non seulement rejettent la théorie dominante, mais entendent promouvoir une alternative cohérente à cette dernière, plus ancrée dans le réel. Le cœur de cette démarche va consister, à partir d'une étude approfondie et critique de ses travaux, à dynamiser l'analyse de Keynes. Pour cela, les post-keynésiens ne vont pas hésiter à l'articuler avec l'approche de la répartition de Kalecki, un économiste trop injustement méconnu.

Les difficultés du keynésianisme à répondre aux conséquences du premier choc pétrolier (1973) et à la stagflation qui s'installe – soit la coexistence d'une forte inflation et d'un chômage en hausse – vont

permettre à Milton Friedman, farouche contempteur des idées keynésiennes, de prendre sa revanche sur le « maître de Cambridge ». Si le Chili du putschiste Augusto Pinochet va servir, dans les années 1970, de laboratoire pour ses idées économiques, le monde va définitivement tourner le dos aux analyses keynésiennes avec l'arrivée au pouvoir de Margaret Thatcher en 1979 au Royaume-Uni et de Ronald Reagan en 1980 aux États-Unis, qui, convaincus par Friedman, ouvrent la voie à une contre-révolution néolibérale. L'heure de la libéralisation commerciale et financière a sonné ; le démantèlement de l'État-providence et l'austérité budgétaire sont engagés.

Appliquées massivement dans les pays en développement touchés par la crise de la dette de 1982, ces idées ont donné naissance aux programmes d'ajustement structurel et servent de socle au « consensus de Washington ». Mais ces politiques sont également à la base des « avancées » réalisées au sein de l'Union européenne depuis la signature de l'Acte unique en 1986, qui consacre la libre circulation des biens, des services, des personnes et des capitaux, en passant par le Pacte de stabilité et de croissance (1997), qui condamne les politiques budgétaires « keynésiennes », jusqu'au traité de Lisbonne (2007), qui fige dans le marbre l'orientation néolibérale de la construction européenne.

Le résultat de près de quarante ans d'application des recettes économiques néolibérales est édifiant : multiplication des crises financières aggravant une instabilité économique déjà problématique ; explosion des inégalités qui, combinées à une hausse de la précarité et de la pauvreté, fragilisent la cohésion sociale ; réchauffement climatique, pollutions et dégradations environnementales faisant peser une menace toujours plus forte sur l'avenir de nos sociétés et montrant que la voie actuelle est une impasse mortelle.

La grande crise financière de 2007-2008, dite crise des *subprimes*, acmé de ce capitalisme financier devenu fou, aurait dû susciter une prise de conscience généralisée du caractère totalement insoutenable de ce modèle. D'ailleurs, Keynes a été élu homme de l'année en 2008 par le *New York Times* et en 2009 par *Les Échos*, laissant espérer un retour en grâce des idées (post-)keynésiennes, ou tout du moins un début de reconnaissance. Las, dix ans après le déclenchement de la plus grave crise financière que l'on ait connu depuis le krach de 1929, les velléités de (re-)régulation du système bancaire sont restées lettre morte tandis que les inégalités ont continué d'augmenter et que la précarité s'est aggravée. Les atteintes à l'environnement, quant à elles, ne cessent de s'amplifier. En matière budgétaire, les pays de l'Union européenne continuent sans relâche d'appliquer des recettes qui montrent chaque jour leur inefficacité. Tout changer pour ne rien changer semble avoir été la devise des détenteurs du pouvoir économique et politique, confirmant les craintes que Kalecki pouvait avoir quant au rôle néfaste des « intérêts constitués », désireux d'empêcher toute évolution qui pourrait remettre en cause leur situation privilégiée.

Keynes considérait au contraire que le pouvoir des idées était à terme plus fort que celui des intérêts constitués. À cet égard, il semble effectivement que les idées et les analyses avancées par les post-keynésiens commencent à infuser. En effet, le Fonds monétaire international (FMI) a reconnu en 2013 avoir trop largement sous-estimé le rôle du multiplicateur keynésien, donc le caractère récessif des politiques économiques qu'il préconisait. Les conclusions de Thomas Piketty (2014) sur le rôle néfaste d'inégalités trop importantes étaient déjà celles de Keynes et de Kalecki en leur temps. L'analyse de Minsky sert aujourd'hui de grille de lecture pour expliquer les causes des crises financières.

La fronde s'organise également au sein des universités, où les approches « hétérodoxes » peinent à trouver une place dans les cursus. C'est pourtant aujourd'hui une demande récurrente des étudiants en économie que de bénéficier d'un enseignement pluraliste. Le « Mouvement des étudiants pour la réforme de l'enseignement de l'économie », créé en 2000, appelé également « Autisme-économie », demandait un autre enseignement de l'économie, éloigné « des modèles décrivant des mondes imaginaires » et sans aucun rapport avec les économies dans lesquelles nous vivons. Initié en France, ce mouvement s'est

internationalisé et trouve un écho dans des universités aussi prestigieuses que Cambridge ou Harvard, donnant naissance au « *post-autistic economics movement* ». Le collectif PEPS- Économie (Pour un enseignement pluraliste dans le supérieur en économie), créé en 2011 et regroupant des étudiants en économie, poursuit ce combat.

Cet ouvrage entend contribuer au renouvellement de la pensée et des pratiques économiques. Pour mener à bien ce projet, nous avons rassemblé les contributions d'économistes post-keynésiens parmi les plus renommés ainsi que celles de jeunes chercheurs prometteurs. Nous invitons ainsi le lecteur à (re-)découvrir les apports des principaux précurseurs du post-keynésianisme – Keynes, Kalecki, Robinson, Kaldor et Minsky – et les fondements de cette approche (chapitres 1 à 6), les concepts et les méthodes utilisés (chapitres 7 à 16), ainsi que les recommandations pratiques proposées (chapitres 17 à 23).

Notre objectif est à la fois modeste et ambitieux. Modeste, puisqu'il s'agit de porter à la connaissance du lecteur une vision alternative de l'économie ; ambitieux, car les auteurs espèrent convaincre que l'économie post-keynésienne représente une alternative féconde à partir de laquelle il devient possible de bâtir une société au sein de laquelle l'équité, la solidarité et la soutenabilité ne sont pas de vains mots.

Références bibliographiques

Eichner, A. S., et Kregel, J. A. (1975), « An Essay on Post-Keynesian Theory : A New Paradigm in Economics », *Journal of Economic Literature*, vol. 13, nº 4, p. 1293-1314.

Piketty, T. (2014), *Le Capital au XXIe siècle*, Paris, Seuil.

CHAPITRE 1

John Maynard Keynes
Le père de la macroéconomie moderne

Marc Bousseyrol

Le triomphe grandissant du néolibéralisme semble renforcer l'idée selon laquelle, en matière d'analyse et de politique économique, il n'y aurait pas d'autres issues possibles, la science aurait choisi son camp. C'est aller bien vite en besogne : à la suite des travaux de Keynes, une école post-keynésienne s'est construite, donnant un souffle nouveau à l'analyse macroéconomique.

Au cœur de la révolution keynésienne, une tout autre approche des agents, de leurs rapports au temps et de leurs comportements modifie en profondeur l'analyse économique. Cela peut être compris comme une véritable déclaration de guerre aux économistes classiques, « orthodoxes », tant elle repose sur des principes différents, voire contradictoires, à ceux adoptés par ces derniers. Les prévisions sont en partie condamnées par l'incertitude qui pèse sur l'économie, dont le calcul statistique et probabiliste ne permet nullement le parfait décryptage. « Je n'ai en aucun cas la même espérance vivante que Condorcet, ou même Edgeworth, d'éclairer les sciences morales et politiques par le flambeau de l'algèbre »[1] (Keynes, 1921, p. 375). Les réactions des individus en situation d'incertitude ne sont pas parfaitement connues et quantifiables, tant elles dépendent de déterminants psychologiques, individuels ou collectifs. Les intuitions premières de Keynes sont renforcées par sa découverte de la psychanalyse :

> Le professeur Freud me semble doté, jusqu'au génie, de l'imagination scientifique qui peut construire de nombreuses idées novatrices, des bouleversements, des hypothèses de travail qui puisent leur fondement dans l'intuition et l'expérience quotidienne […]. (Keynes, 1978a, p. 392)

L'économiste doit donc être d'une grande modestie dans sa volonté de prédire le futur grâce aux mathématiques. Et pourtant, cette discipline a été au cœur de la formation universitaire et intellectuelle de Keynes.

Après la présentation de son parcours dans une première section, nous verrons en quoi consiste son analyse des comportements des agents à travers la prise en compte de l'incertitude (section 2). Cela éclairera sa conception de l'économie monétaire de production (section 3), de la notion de demande effective (section 4) et du rôle des politiques économiques (section 5).

1. Une vie au service de la chose publique

John Maynard Keynes naît le 5 juin 1883, à Cambridge, dans une famille d'universitaires et de fonctionnaires qui cultive le goût des arts et de l'exigence intellectuelle. À l'âge de 19 ans, il intègre le King's College, à Cambridge, en tant qu'étudiant en mathématiques. Keynes débute son cursus d'économiste et commence sa thèse sur les probabilités en 1905. L'année suivante, il passe les concours de la fonction publique et obtient un poste au ministère des Affaires indiennes, poste qui lui permettra essentiellement de s'atteler à la rédaction de sa thèse. Il devient membre de la Royal Economic Society en 1907 et se met à fréquenter assidûment le groupe de Bloomsbury, composé d'artistes et d'intellectuels vivant tous dans le quartier du même nom – Virginia Woolf, les frères Lytton et James Strachey, etc. Une fois sa thèse soutenue, en 1908, il obtient un poste d'assistant à King's College, et devient chargé de cours en 1909. Il publie son premier livre en 1913, *Indian Currency and Finance*, dans lequel, fort de son expérience des finances de l'Inde, il déconseille l'adoption d'un système d'étalon-or.

L'instabilité financière consécutive à l'entrée en guerre de l'Europe fait de gros dégâts sur la place de Londres. Keynes est appelé au service du Trésor britannique, ce qui lui vaut les critiques de ses amis de Bloomsbury, qui lui reprochent de renier un certain idéal pacifiste. En 1919, Keynes participe à la conférence de Paris, qu'il quitte en raison d'un désaccord concernant le montant des probables réparations de guerre qui vont être imposées à l'Allemagne, qu'il juge exorbitant. Il publie alors, en décembre 1919, *Les Conséquences économiques de la paix*, où il dénonce les termes du traité de Versailles et le diktat de Clemenceau. Il affinera son analyse du traité de paix en 1922 en demandant une réduction des réparations de guerre de l'Allemagne dans *A Revision of the Treaty*. En 1923, il publie *A Tract on Monetary Reform*, synthèse des articles écrits à l'occasion de la conférence de Gênes de 1922, où il manifeste encore une fois son opposition au système de l'étalon-or. Face au retour à la parité-or d'avant-guerre de la livre à laquelle procède Winston Churchill, Keynes alerte l'opinion publique sur ses conséquences dans une série d'articles, réunis en 1925 sous le titre *The Economic Consequences of Mr. Churchill*. Cette année-là, Keynes épouse une célèbre danseuse russe, Lydia Lopokova, et entame la lecture complète des œuvres de Sigmund Freud. En 1930, devant une commission parlementaire créée par le gouvernement libéral de David Lloyd George, Keynes défend l'idée d'une politique de grands travaux financée par l'emprunt public pour tenter de sortir de la Grande Dépression. La même année, il publie *A Treatise on Money* (un traité de la monnaie), qui fait l'objet de multiples critiques dans la communauté universitaire, y compris parmi ses soutiens. Keynes met en chantier un nouveau livre, la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, qui doit permettre de laver l'affront et de restaurer son image auprès de ses pairs.

À partir de 1937, des problèmes cardiaques ralentissent son activité, même si la guerre le plonge à nouveau dans une intense réflexion : il publie en 1940 *How to Pay for the War*, une étude des moyens de financement de l'effort de guerre. Puis débutent des discussions bilatérales entre le Royaume-Uni, dont il est porte-parole, et les États-Unis, représentés par Harry Dexter White, conseiller auprès du secrétaire d'État au Trésor, sur l'organisation d'un nouveau système monétaire international à mettre en place à la fin de la guerre ; elles débouchent en 1941 sur un travail de commande du Trésor britannique dont la version définitive sera achevée en 1943, visant à la création d'une banque supranationale – *Clearing Union*[2] – et d'une monnaie internationale – le *bancor* –, monnaie commune coexistant avec les monnaies nationales. En 1942, il est anobli. Lors de la conférence de Bretton Woods, en 1944, l'essentiel du plan White est adopté et fonde les bases du nouveau Système monétaire international. Keynes quitte les États-Unis fatigué, malade, et miné par ce qu'il considère comme un nouvel échec personnel. Il succombe à une nouvelle attaque cardiaque, au sein de sa propriété de Tilton, dans le Sussex, le 21 avril 1946.

Keynes laisse à la postérité une réflexion cyclopéenne de plus de neuf mille pages. On retiendra tout particulièrement cinq ouvrages. *A Treatise on Probability* (1921) développe l'analyse de l'incertitude et de ses conséquences sur les comportements humains en proposant une définition originale des probabilités. *La Fin du laissez-faire* (1926) s'attaque au dogme de l'autorégulation des marchés. *A Treatise on Money* (1930a ; 1930b) propose une théorie de la monnaie et une théorie de la banque et du système bancaire. En 1936, dans la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, l'auteur montre, pour la première fois, comment la politique monétaire peut jouer sur le niveau de l'emploi. Les « mémorandums au Trésor » sont publiés en 1943 et 1944 : l'un des deux tomes présente le plan de Keynes pour la création d'un nouveau système monétaire international, l'autre une analyse détaillée des politiques de financement de l'investissement public par endettement (Keynes, 1978b).

2. Une analyse de l’incertitude révolutionnaire[3]

Si l’analyse de l’incertitude que propose Keynes est révolutionnaire, c’est parce qu’elle est fondée sur une conception novatrice des probabilités, mais aussi sur la prise en compte de la psychologie individuelle et collective, qui influencent le comportement d’investissement et de consommation, ainsi que la détermination du taux de l’intérêt.

2.1. U

C’est d’abord dans *A Treatise on Probability* que Keynes développe sa critique de la théorie orthodoxe de l’incertitude, critique que l’on retrouve dans de nombreux autres écrits. Il réfute énergiquement l’hypothèse d’un futur calculable qui « conduit à une interprétation erronée des principes de comportement que la nécessité d’agir nous contraint d’adopter » (Keynes, 1978c, p. 122). Il condamne l’approche traditionnelle du calcul probabiliste : le principe d’indifférence est pour lui, sauf pour les jeux de hasard, d’une logique inconsistante, et la théorie *fréquentiste*[4] des probabilités critiquable, car elle signifie qu’une probabilité ne peut jamais être connue avant l’événement. Keynes considère que la plupart des probabilités ne sont pas quantifiables, les prévisions étant plutôt de l’ordre de l’intuition que de la mesure. Le probable est donc « ce qu’il est rationnel de croire au regard des connaissances que nous avons » (Keynes, 1921, p. 339). Keynes définit la probabilité de la façon suivante :

> Supposons que nos prémisses représentent un ensemble de propositions « h », et que nos conclusions constituent un autre ensemble de propositions « a », alors, si notre connaissance de « h » justifie une croyance rationnelle en « a » de degré α, nous disons qu’il existe une relation de probabilité de degré « α » entre « a » et « h ». Cela s’écrit : a / h = α. (Keynes, 1921, p. 4)

Nous connaissons « h » par le biais de nos sens, et avons une connaissance par le biais du raisonnement de l’ensemble « a ». La connaissance, certaine, du lien logique qui unit « h » et « a » est appelée « proposition secondaire ». Plus ce type de connaissances est important, plus le poids de l’argument sur lequel est construite la probabilité est élevé. En revanche, la proposition « a » est seulement probable et peut se révéler finalement fausse. Keynes la qualifie de « proposition primaire ». Entre deux probabilités, l’acteur raisonnable doit se fonder sur celle qui a le poids « informationnel » le plus important ; sa connaissance pratique précède son choix, son expérience – sa raison – prime sur sa rationalité. La relation logique qui structure le jugement de probabilité est structurellement intuitive, donc incertaine, parce que les informations sur lesquelles elle est fondée ne sont pas assez exhaustives ou pertinentes, mais aussi parce que les capacités de déduction logique des agents nécessaires à sa construction sont relatives.

Pour autant, la relation de probabilité n’est pas subjective ; la déduction logique menée à partir des prémisses garantit l’objectivité du calcul, par un travail d’introspection où l’acteur transcende sa propre subjectivité pour arriver à la vérité (Postel, 2000).

2.2. P

Apparaissent alors d'épineux problèmes de coordination entre agents et catégories d'agents. L'ignorance isole les acteurs, et le choix raisonnable est celui qui permet de se coordonner avec autrui.

Les acteurs se coordonnent en s'imitant par un jugement de convention. La convention façonne les anticipations : « Cette convention consiste […] dans l'hypothèse que l'état actuel des affaires continuera indéfiniment, à moins qu'on ait des raisons définies d'attendre un changement » (Keynes, 1936, p. 167). Les conventions façonnent l'ordre social : ce sont les conventions de « l'ordre établi » de la société, « le devoir d'"épargner" […] et l'agrandissement du gâteau » qui poussent « les classes laborieuses » à accepter « une situation où elles ne pouvaient prétendre qu'à une très petite part du gâteau, qu'elles-mêmes, la nature et les capitalistes avaient travaillé ensemble à produire » (Keynes, 1919, p. 32-33).

Les conventions de classes de la société victorienne légitiment les inégalités de répartition du revenu global entre agents. Pour Freud, le « miracle » est que, dans la foule, « l'individu abandonne son idéal du moi et l'échange contre l'idéal de la foule » (Freud, 1981, p. 198-199). C'est exactement la description keynésienne du comportement sur les marchés financiers résumée par la métaphore du concours de beauté :

> […] le prix étant attribué à celui dont les préférences s'approchent le plus de la sélection moyenne opérée par l'ensemble des concurrents. Chaque concurrent doit donc choisir non les visages qu'il juge lui-même les plus jolis, mais ceux qu'il estime les plus propres à obtenir le suffrage des autres concurrents, lesquels examinent tous le problème sous le même angle. (Keynes, 1936, p. 171)

Dans l'incertitude radicale, « nous ne pouvons que nous conformer au comportement de la majorité ou au comportement moyen » (Keynes, 1978c, p. 114-115).

Les entrepreneurs, à l'origine de la décision d'investissement, témoignent dans cet exercice d'une compréhension pratique et d'une connaissance empirique de l'économie réelle qui les distinguent des individus ignorants mais aussi des acteurs des marchés financiers. Mais ils n'ont pas les moyens – pas plus que les autres catégories d'agents – d'imposer leurs intuitions contre les conventions financières. Les spéculateurs ne sont pas des acteurs ignorants, mais sont tout autant victimes des phénomènes conventionnels, condamnés à anticiper au mieux leurs évolutions et leurs retournements : « Un investissement devient d'une sécurité acceptable pour l'investisseur individuel […] à condition qu'il puisse raisonnablement compter que la convention ne faillira pas » (Keynes, 1936, p. 168). L'entrepreneur et le spéculateur parient tous deux sur le futur, et cherchent à percevoir l'état du marché, la psychologie de la foule.

La véritable opposition est entre l'homme d'affaires et le rentier, frileusement accroupi sur son petit tas d'or. Les conventions l'emportent donc sur la raison, et cela ne permet pas un plein-emploi des forces productives. C'est de là « que proviennent une grande partie des difficultés que l'on éprouve aujourd'hui pour maintenir un volume suffisant d'investissement » (Keynes, 1936, p. 168).

2.3. D

La décision d'investissement de l'entrepreneur est le produit du conflit – ou de l'harmonie – entre son profil psychologique de décideur et l'état de la psychologie du marché. Keynes considère que ces prévisions ne peuvent être fondées sur un seul calcul mathématique, « notre cerveau […] calculant chaque fois qu'il le peut, mais s'effaçant souvent devant les impulsions dues au caprice, au sentiment ou à la chance » (Keynes, 1936, p. 174-175), et nécessitent que l'on dispose d'une certaine facilité pour aller de l'avant : « un dynamisme naturel […], un besoin spontané d'agir plutôt que de ne rien faire » (Keynes, 1936, p. 176). L'anticipation de la demande future que fait l'entrepreneur déterminera son choix d'investissement ; il se fera ensuite une idée des recettes et du rendement escompté – ce qu'il nomme efficacité marginale du capital –, qu'il pourra comparer à son coût ou au rendement moyen du marché. D'un point de vue agrégé, l'investissement global augmente tant qu'il existe sur le marché des biens capitaux – les biens d'investissement – au moins un bien dont l'efficacité marginale est supérieure au taux de l'intérêt. À partir du moment où il n'existe plus de biens de la sorte, le flux d'investissement sera à son maximum, en l'état des techniques et de la prévision du moment. Keynes pense qu'il est possible d'arriver à une situation où l'efficacité marginale du capital est nulle, correspondant à une saturation des biens capitaux et entraînant dans sa chute le taux de l'intérêt ainsi que *l'euthanasie des rentiers*. C'est la première des trois lois psychologiques qui régulent l'activité économique.

La deuxième loi psychologique, qui caractérise la décision de consommation, stipule qu'« en moyenne et la plupart du temps les hommes tendent à accroître leur consommation à mesure que le revenu croît, mais non d'une quantité aussi grande que l'accroissement du revenu » (Keynes, 1936, p. 117). Keynes identifie *six facteurs objectifs* qui influencent la consommation[5], et *des facteurs subjectifs* qui sont des motifs d'épargne[6]. Si les facteurs objectifs font la part belle au calcul économique, les facteurs subjectifs sont entièrement le fruit de la construction mentale des agents.

2.4. D

La troisième loi psychologique fondamentale décrit la préférence pour la liquidité, et son origine renvoie au *désir d'argent*. C'est dans l'*Essai sur la monnaie et l'économie* (1931) et dans *A Treatise on Money* que Keynes s'attaque au désir maudit de l'or, *auri sacra fames*.

> Le docteur Freud rapporte que certaines raisons profondément enracinées dans notre subconscient veulent que l'or, et non point une autre matière, satisfasse des instincts puissants et serve de symbole. Ces propriétés magiques […] ne se sont jamais complètement évanouies. (Keynes, 1930a, p. 258-259)

Pour Freud, comme pour Keynes, le désir de l'argent en soi est profondément infantile. Keynes enfonce définitivement le clou dans les *Perspectives économiques pour nos petits-enfants* (1930c) :

> Quand l'accumulation de la richesse ne sera plus d'une haute importance sociale […] l'amour de l'argent comme objet de possession – distinct de l'amour de l'argent comme moyen de goûter aux plaisirs et aux réalités de la vie – sera reconnu pour ce qu'il est, une passion morbide plutôt répugnante […]. (Keynes, 1926, p. 114-115)

L’argent recouvre deux notions : celle de signe, donc de symbole chargé de significations inconscientes, et celle d’unité de compte et d’intermédiaire des échanges. C’est ce double caractère de l’argent que Keynes défend en 1937 dans un article prolongeant sa théorie du taux d’intérêt :

> La monnaie, c’est bien connu, remplit deux fonctions principales. En tenant le rôle de monnaie de compte, elle facilite les échanges […]. Pour des motifs en partie rationnels et en partie instinctifs, notre désir de détenir de la monnaie comme réserve de richesse est un baromètre de notre degré de défiance quant à nos propres calculs et conventions concernant l’avenir […]. La possession de monnaie réelle apaise notre inquiétude ; et la prime que nous requérons pour nous faire nous séparer de la monnaie est la mesure de notre degré d’inquiétude. (Keynes, 1978c, p. 115-116)

L’argent en tant que symbole de possession se substitue à l’argent pure convention ou simple signe pour masquer l’angoisse de mort qui est en chacun de nous. C’est ce qu’exprime le *fétichisme de la liquidité*. Le fétiche n’a-t-il pas pour fonction de dénier la réalité dans ce qu’elle a de plus menaçant ?

C’est alors fort logiquement que Keynes présente une théorie de l’intérêt qui prend en compte la préférence pour la liquidité :

> Le taux d’intérêt n’est pas le prix qui amène à s’équilibrer la demande de ressources à investir et le consentement à s’abstenir de consommations immédiates. Il est le prix qui équilibre le désir de détenir la richesse sous forme de monnaie et la quantité de monnaie disponible. (Keynes, 1936, p. 181)

L’intérêt apparaît donc comme un phénomène hautement psychologique et complexe.

3. Une analyse novatrice de l'économie monétaire de production et de l'inflation

Keynes aborde la question monétaire de manière singulière. Si la monnaie est objet de désir, il faut penser autrement les motifs qui poussent à sa détention ainsi que les conditions de sa création. L'augmentation de la quantité de monnaie en circulation n'est pas nécessairement un mal qui répand la terreur.

3.1. D

Pour Keynes, l'économie capitaliste est une économie monétaire de production[7] où le crédit bancaire, à l'origine de la création monétaire, participe naturellement au financement de l'économie réelle.

> Le crédit est la route sur laquelle circule le produit, et les banquiers, s'ils connaissaient leur fonction, procureraient à l'économie des moyens de transport tels que les forces productives du pays soient employées à leur pleine capacité. (Keynes, 1930a, p. 197)

Keynes a conscience que la monnaie, signe et symbole, est objet de désir pour les hommes : par angoisse du futur et de la mort, mais aussi pour des raisons de transaction, de précaution, de spéculation, ou, lorsqu'ils sont entrepreneurs, parce qu'ils ont besoin de financer l'activité de leurs entreprises – *finance motive for holding money*. Le banquier, partenaire espéré par l'entrepreneur, accorde un crédit si son *intuition raisonnable* lui permet de penser que l'entreprise de celui-ci est viable et solvable. Il fait un pari macroéconomique – de premier rang – sur le futur, et en cela est aidé ou freiné par les conventions qui régissent le marché de l'argent à ce moment-là.

Il en va de même pour la banque centrale – banque de premier rang –, lorsque celle-ci vient en aide à une banque commerciale – de deuxième rang – qui a des difficultés de trésorerie, dans le cadre d'une procédure traditionnelle de refinancement. Elle fait alors un pari macroéconomique de deuxième rang sur le futur : aux mêmes causes les mêmes effets. Mais la théorie keynésienne de la banque est aussi une théorie du prêteur supranational en dernier ressort : la banque supranationale doit pouvoir aider un pays dont la balance des paiements est durablement déficitaire en lui prêtant un certain volume de bancor. Le prêteur supranational fera lui aussi un pari macroéconomique – de troisième rang – sur la capacité de l'État emprunteur à rembourser sa créance à l'échéance, qui sera la conséquence d'une évaluation conventionnelle du risque fortement teintée de considérations géopolitiques. La monnaie est un pont entre le présent et le futur.

3.2. À

Pour Keynes, l'inflation n'est plus un phénomène purement monétaire mais dépend d'un déséquilibre dans la production. Dans *A Treatise on Money*, à travers un système d'équations fondamentales, il rompt

avec son héritage marshallien et renouvelle totalement sa façon de penser le phénomène inflationniste autour de la définition de deux prix. D'une part, le prix des biens de consommation – exprimé en monnaie – dépend du coût de la production totale et des coûts des biens d'investissement. D'autre part, ce dernier est déterminé de la façon suivante : « le prix des biens d'investissement actuels est la conséquence de l'état de l'opinion publique et du comportement du système bancaire » (Keynes, 1930b, p. 128). Alors, l'inflation provient d'un décalage entre la production globale – déterminante de l'épargne – et un excès d'investissement, autrement dit un excès de l'investissement sur l'épargne.

Pour Keynes, il existe deux principaux types de fluctuations qui exercent une influence sur le niveau des prix, l'inflation – ou déflation – de revenu (*income inflation*), et l'inflation – ou déflation – de profit (*profit inflation*) ; le premier type est souvent la conséquence du second, car l'apparition de nouveaux profits incite les entrepreneurs à accroître leur demande de facteurs de production. L'inflation – ou déflation – de profit est la somme de l'inflation – ou déflation – de biens de consommation (*commodity inflation*) et de l'inflation – ou déflation – de capital (*capital inflation*). L'inflation de biens de consommation mesure le changement des prix des biens de consommation, l'inflation de capital le changement des prix des biens d'investissement, relativement à leurs coûts de production respectifs. Ainsi, tout changement dans le niveau général des prix est mesuré par la somme de l'inflation de revenu et de l'inflation de profit, alors que l'évolution du pouvoir d'achat de la monnaie est mesurée par la somme de l'inflation de revenu et de l'inflation de biens de consommation. L'existence de profits exceptionnels, signe d'une inflation de profit, est équivalente à un excès de l'investissement sur l'épargne. L'inflation de profit stimule l'esprit d'entreprise, les entrepreneurs accroissent la production, ce qui entraîne une augmentation de la rémunération des facteurs de production, qui vont progressivement rattraper leur retard sur le niveau des prix à la consommation. On entre dans une phase d'inflation de revenu, les coûts de production augmentent, les profits baissent. Par la suite, la production nouvelle de biens de consommation fait chuter les prix, et l'économie rentre dans une phase de déflation de profits. En même temps, l'attractivité des nouveaux investissements diminue au même rythme que croît leur volume, le ralentissement de l'activité et l'accroissement du chômage qui en résulte provoquent une baisse du revenu des facteurs, ce qui aboutit à une déflation de revenu.

Il existerait donc une « bonne inflation », due à une convention, à une « psychologie » du marché optimiste, contre laquelle il semble délicat de lutter, au risque de briser toutes les velléités présentes et futures d'investissement. L'inflation est à coup sûr un phénomène plus complexe que la simple hausse des prix.

4. Demande effective, relation épargne-investissement, théorie de l'emploi

La capacité des entrepreneurs à se projeter dans le futur – leurs esprits animaux – avec optimisme va déterminer l'idée qu'ils se font de la demande future adressée à leur entreprise, et donc ses velléités d'investissement, ainsi que les perspectives de création d'emplois qui en découlent. La notion de demande effective représente la clé de voûte de l'analyse keynésienne, notion associant cette approche singulière des agents aux grandes variables macroéconomiques que sont l'épargne, l'investissement et le niveau de production.

4.1. À

La demande effective détermine l'investissement futur et le niveau d'emploi. Elle est portée par le dynamisme de l'esprit d'entreprise et l'état de la confiance dans le marché, « qui bâtit et améliore les richesses du monde » et dont « le moteur n'est pas l'épargne [des ménages] mais le profit » (Keynes, 1930a, p. 132). Le principe de la demande effective se résume ainsi :

> Dans un état donné de la technique, des ressources et du coût de facteur par unité d'emploi, le volume de l'emploi […] est gouverné par le montant du « produit » que les entrepreneurs espèrent tirer du volume de production qui lui correspond. Car les entrepreneurs s'efforcent de fixer le volume de l'emploi au chiffre qu'ils estiment propre à rendre maximum l'excès du « produit » sur le coût de facteur. (Keynes, 1936, p. 51)

Les anticipations des entrepreneurs intègrent le système de prix existant – prix, salaire, intérêt –, qui est logiquement fixe aussi longtemps qu'elles sont stables. Encore une fois, les déterminants psychologiques de l'activité économique sont essentiels : ce sont les esprits animaux des entrepreneurs qui stimuleront leurs propensions à investir.

4.2. L

Dans *A Treatise on Money*, Keynes utilise une métaphore biblique de l'Ancien Testament pour montrer comment les décisions d'investissement des entrepreneurs sont déterminantes dans la réalisation du profit global. La consommation des entrepreneurs est constituée d'achats de biens capitaux, un investissement nouveau est donc à la fois une dépense et une recette pour les entrepreneurs, puisque les mêmes personnes produisent et achètent. Les dépenses d'investissement sont donc financées par les profits qu'elles génèrent.

> Ainsi les profits, comme source de l'accroissement du capital pour les entrepreneurs, sont-ils comme la jarre de la veuve, qui reste toujours aussi pleine, aussi grande que puisse être la part qui ait pu être consacrée à une vie de débauche. Quand, d'un autre côté, les

> entrepreneurs font des pertes, et cherchent à les récupérer en réduisant leurs dépenses normales de consommation, par exemple en épargnant plus, la cruche devient un tonneau des Danaïdes qui ne peut jamais être rempli. (Keynes, 1930b, p. 139)

Dans le même ouvrage, Keynes présente un scénario-catastrophe où l'augmentation de l'épargne conduit au désastre. L'histoire se situe à *Banana Land*, où l'on ne produit qu'un seul bien de consommation, la banane, et qu'un seul bien d'investissement, l'équipement destiné à étendre les plantations. Une campagne en faveur de l'épargne est lancée qui entraîne une diminution des dépenses monétaires des agents en banane. Les bananes, périssables, sont donc vendues à un prix moindre pour que la production soit écoulée. Le volume de bananes consommées sera identique à celui de la période précédente ; les consommateurs bénéficieront d'une amélioration du coût de la vie qui se traduit par une augmentation de leur épargne, mais les entrepreneurs subissent des pertes :

> Quel que soit le montant par lequel les entrepreneurs réduisent leurs salaires et quel que soit le nombre des licenciements, ils continueront à subir des pertes tant que la collectivité épargnera en excès du coût de l'investissement. (Keynes, 1930b, p. 159-160)

L'excès d'épargne nuit à la croissance économique, car ce qui n'est pas consommé ou investi aujourd'hui ne le sera pas nécessairement demain.

Dans la *Théorie générale*, Keynes apporte la précision suivante :

> Un acte d'épargne individuelle signifie pour ainsi dire une décision de ne pas dîner aujourd'hui. Mais il n'implique pas nécessairement une décision de commander un dîner ou une paire de chaussures une semaine ou une année plus tard, ou de consommer un article déterminé à une date déterminée. Il déprime donc l'activité consistant à préparer le dîner d'aujourd'hui sans stimuler une activité pourvoyant à quelque acte futur de consommation. (Keynes, 1936, p. 220)

Mais que peut penser le lecteur de ce livre qui apprend d'abord que l'épargne et l'investissement sont liés par une relation d'identité et qui découvre par la suite au travers de la réflexion de l'auteur que, dans cette identité, il y a un moteur, l'investissement, et un résidu, l'épargne ? Ce glissement de la relation d'identité tient au fait que Keynes raisonne à la fois au niveau des grandeurs réelles et des grandeurs anticipées (Schmitt, 1971) ; l'épargne réelle est identiquement égale à l'investissement réel, ce qui n'est pas forcément le cas dans le domaine des grandeurs imaginaires, l'investissement anticipé n'étant pas nécessairement égal à l'épargne anticipée.

4.3. D

Les dépenses d'investissement sont le moteur de l'activité économique : elles exercent un effet multiplicateur supérieur à l'unité sur le revenu global de la période[8]. Elles sont au centre de la création

d'emplois. Toute baisse du taux de l'intérêt peut exercer un effet vertueux sur les anticipations de la demande, l'investissement et l'emploi, sauf si elle est absorbée par un accroissement excessif de la préférence pour la liquidité ou par une diminution de l'efficacité marginale du capital qui lui est supérieure, ou si la propension à consommer diminue.

Keynes construit une théorie de l'emploi qui tourne le dos au deuxième postulat de l'économie classique selon lequel « l'utilité du salaire quand un volume donné de travail est employé est égale à la désutilité marginale de ce volume d'emploi » (Keynes, 1936, p. 35). C'est dans la contestation du second postulat que se forge la théorie keynésienne de l'emploi : « Il est indispensable […] qu'on élabore le comportement d'un système où le chômage involontaire au sens strict du mot est possible » (Keynes, 1936, p. 45). Pour lui, les débouchés anticipés par les entrepreneurs déterminent le volume de l'emploi, et certains salariés peuvent ne pas être appelés alors qu'ils voudraient travailler. Mais les anticipations que les entrepreneurs font de la consommation restent fortement marquées par l'incertitude, et lorsque l'emploi croît, les employeurs seraient bien malavisés de consacrer *en totalité* ces embauches supplémentaires à la production de biens de consommation. Cela permet d'absorber l'excès de la production totale sur le volume de dépenses de consommation, de telle sorte que le volume d'emploi effectif soit justifié ; ce sont les dépenses d'investissement : « Pour une valeur donnée de ce que nous appellerons la propension de la communauté à consommer, c'est le montant de l'investissement courant qui détermine le niveau d'équilibre de l'emploi » (Keynes, 1936, p. 55). Il n'y a donc aucune raison de constater en permanence un équilibre sur le marché des biens et services et sur le marché de l'emploi.

On peut se trouver en situation d'équilibre de sous-emploi, quand la demande effective est morose. Et la baisse des salaires nominaux, en dégradant la propension de la communauté à consommer, ne pourrait en aucun cas de façon durable accroître l'emploi. C'est *le paradoxe de la pauvreté au sein de l'abondance* : les sociétés développées sont incapables de fournir de l'emploi à tous. Il faut que les occasions d'investissement soient plus nombreuses pour que les perspectives de création d'emplois ne soient pas hypothéquées par une modeste propension à consommer.

5. Politique économique, état de la confiance et socialisation de l'investissement

La psychologie collective est *a priori* fragile. Le rôle de l'État consiste à tout faire pour la consolider et restaurer la confiance. Cela s'avère d'autant plus nécessaire en période de ralentissement, où l'incertitude croît et la situation économique se dégrade.

5.1. R

L'État doit lutter contre le développement de trop nombreuses conventions qui rendent la psychologie du marché frileuse et instable. Cela passe par un soutien des anticipations de longue période des entrepreneurs : « Certaines catégories d'investissement sont gouvernées moins par les prévisions véritables des entrepreneurs que par la prévision moyenne des personnes qui opèrent sur le Stock Exchange […] » (Keynes, 1936, p. 167).

Une politique adaptée du taux d'intérêt doit permettre une telle évolution. Keynes considère que les autorités monétaires contrôlent le taux d'intérêt de court terme, mais qu'il n'en va pas de même pour le taux de long terme :

> L'autorité monétaire gouverne sans peine le taux de l'intérêt à court terme, d'abord parce qu'il lui est facile d'inculquer la conviction que sa politique ne changera pas dans un avenir très proche […]. Mais le taux à long terme peut se montrer plus récalcitrant une fois qu'il est tombé à un niveau que […] l'opinion représentative juge dangereux. (Keynes, 1936, p. 213)

Pour Keynes, la détermination du taux de l'intérêt de long terme est un phénomène qui procède d'une logique autoréalisatrice au caractère conventionnel indiscutable.

L'État peut aussi prendre en charge directement l'investissement :

> Dans l'état actuel de l'organisation des marchés financiers et des influences qu'ils subissent […], on ne peut sans inconvénient abandonner à l'initiative privée le soin de régler le flux courant de l'investissement. (Keynes, 1936, p. 214)

La société civile pourra alors exercer un droit de regard sur un investissement nouveau par une politique de socialisation de l'investissement.

5.2. D

Cela ne signifie pas *a priori* la propriété collective des moyens de production, tant que l'objectif des investisseurs est la défense de l'intérêt public :

> Je suggère donc que c'est dans le développement et la reconnaissance d'organismes semi-autonomes au sein de l'État que réside le progrès. Ces organismes auraient pour critère d'action dans leur domaine propre l'intérêt public […]. (Keynes, 1926, p. 79)

La socialisation de l'investissement comblerait d'abord le vide laissé par des investisseurs privés peu enthousiastes, mais restaurerait aussi la confiance, et la morosité, en diminuant, entraînerait un effet d'attraction. On parle bien ici d'attraction, et non pas d'éviction : on sait que Keynes est fort sceptique vis-à-vis du mécanisme de l'effet d'éviction – toute dépense publique d'investissement capterait une épargne qui aurait dû profiter à des investisseurs privés : s'il admet l'existence d'un effet partiel, il a toujours nié l'existence d'un effet total.

L'objectif de la socialisation de l'investissement est de parvenir à stabiliser son volume global et d'éviter ses fluctuations. Pour Keynes, cet investissement social est déterminé par la différence entre le montant de l'investissement privé et celui de l'épargne qui serait disponible pour un niveau de revenu et d'emploi correspondant au plein-emploi. Il considère que l'efficacité d'une politique de socialisation de l'investissement est sûrement plus importante que celle d'une politique de baisse du taux de l'intérêt destinée à encourager l'investissement privé. Cet investissement public est financé par le budget public.

Le budget de l'État est décomposé en un budget courant de fonctionnement et un budget d'investissement, budget en capital. Keynes est partisan d'un budget courant équilibré ou excédentaire. En revanche, le budget en capital peut être déficitaire sur le court terme, car les dépenses d'investissement génèrent leur propre autofinancement. Les projets d'investissement public doivent dégager un rendement réel, qu'il soit monétaire ou non monétaire :

> Dans le cadre d'une politique de plein-emploi, on ne peut pas introduire de biais entre deux projets utiles de dépense en capital sous prétexte que l'un va rapporter directement de l'argent et que l'autre n'aura qu'un rendement social ou un rendement monétaire indirect. (Keynes, 1978d, p. 406-407)

La politique de socialisation de l'investissement permet de lutter contre le déficit budgétaire.

La politique keynésienne d'investissement public est d'essence constructiviste : elle a pour vocation de restaurer une *rationalité de l'intérêt général*, un lien social au cœur de la *psychologie des foules* dès lors que le marché ne le peut pas et ne le veut pas. On retrouve ici le serviteur de l'État, défenseur de la chose publique. En même temps, Keynes est convaincu que l'activité économique n'est pas régie par des lois mais par la dynamique des acteurs, fortement instable, dont l'État n'est pas maître. Ce paradoxe traverse l'œuvre de Keynes et particulièrement la *Théorie générale* (Postel, 2000, p. 139).

Conclusion

Pour conclure cette rapide description de la révolution keynésienne, donnons la parole à Bernard Maris (2007, p. 36) :

> Les économistes orthodoxes n'ont jamais su passer de l'individuel au collectif, du micro au macro. […] Un très célèbre théorème (le théorème d'impossibilité d'Arrow) démontre qu'une somme de rationalités individuelles peut très bien déboucher sur une irrationalité collective, ce qu'avait parfaitement et intuitivement perçu Keynes. D'abord, logiques individuelle et collective peuvent être, bien évidemment, totalement contradictoires. Ensuite, les individus obéissent plus à des pulsions qu'à leur raison. Enfin, des hommes parfaitement raisonnables et rationnels pris un à un deviennent parfaitement irrationnels du fait des phénomènes de foule.

On ne saurait mieux dire. Keynes avait parfaitement compris que la foule du marché n'est pas rationnelle, traversée qu'elle est par des ondes de passions et de peurs collectives contradictoires et par de puissants phénomènes mimétiques.

Il avait aussi perçu que les femmes et les hommes qui composent cette foule ne réagissent pas de la même manière face à l'incertitude et à l'angoisse du lendemain. Il avait enfin parfaitement compris que le désir d'argent, méprisé par l'économie orthodoxe, est un désir vital, et que la monnaie est *une chose bien particulière*.

Références bibliographiques

Freud, S. (1981), *Essais de psychanalyse*, trad. fr. J. Altounian, A. Bourguignon, O. Bourguignon, A. Cherki, P. Cotet, J. Laplanche, J.-B. Pontalis et A. Rauzy, Paris, Payot.

Keynes, J. M. (1919), *Les Conséquences économiques de la paix*, trad. fr. D. Todd, Paris, Gallimard, 2002.

Keynes, J. M. (1921), *A Treatise on Probability*, reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 8.

Keynes, J. M. (1926), *La Fin du laissez-faire*, reproduit dans *La Pauvreté dans l'abondance*, trad. fr. L. Cordonnier, T. Demals, L. Duchêne, H. Philipson, N. Postel et F. Van de Velde, Paris, Gallimard, 2002, p. 55-86.

Keynes, J. M. (1930a), *A Treatise on Money : The Applied Theory of Money*, reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 6.

Keynes, J. M. (1930b), *A Treatise on Money : The Pure Theory of Money*, reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 5.

Keynes, J. M. (1930c), *Perspectives économiques pour nos petits-enfants*, reproduit dans *La Pauvreté dans l'abondance*, trad. fr. L. Cordonnier, T. Demals, L. Duchêne, H. Philipson, N. Postel et F. Van de Velde, Paris, Gallimard, 2002, p. 103-119.

Keynes, J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, 2e éd., trad. fr. J. de Largentaye, Paris, Payot, 1969.

Keynes, J. M. (1978a), *The General Theory and After : A Supplement*, dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, t. 29.

Keynes, J. M. (1978b), *Activities 1940-1944, Shaping the Post-War World : The Clearing Union*, dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, t. 25.

Keynes, J. M. (1978c), *The General Theory and After, Part II : Defence and Development*, dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, t. 14.

Keynes, J. M. (1978d), *Activities 1940-1946, Shaping the Post-War World : Employment and Commodities*, dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, t. 27.

Maris, B. (2007), *Keynes ou l'économiste citoyen*, 2e éd., Paris, Presses de Sciences Po.

Postel, N. (2000), « Rationalité relative, jugement pratique et coordination chez Keynes », *Cahiers lillois d'économie et de sociologie*, no 33, p. 117-144.

Schmitt, B. (1971), *L'Analyse macroéconomique des revenus*, Paris, Dalloz.

---

1. Pour Keynes (1921 ; 1930a ; 1930b ; 1978a ; 1978b ; 1978c), notre traduction.
2. Voir chapitre 21.
3. Une présentation plus détaillée du concept d'incertitude radicale est fournie au chapitre 8.
4. La loi des grands nombres – forte ou faible – illustre la théorie fréquentiste : dans un jeu « pile ou face », plus le nombre d'essais est

important, plus le résultat final tendra vers 50 % de pile et 50 % de face. À l'infini, les fréquences d'apparition des résultats se confondent avec leurs probabilités de réalisation.

5. Soit : variations de l'unité de salaire, variations de l'écart entre le revenu et le revenu net, variations imprévisibles des valeurs en capital n'entrant pas dans le calcul du revenu net, variations du taux auquel on escompte le temps, variations de la politique fiscale, changements dans les prévisions concernant le rapport entre les revenus futurs et les revenus présents.

6. Soit : précaution, prévoyance, calcul, ambition, indépendance, initiative, orgueil, avarice.

7. L'économie monétaire de production est une économie où la sphère réelle et la sphère monétaire ne font qu'une. Pour plus de détails, voir chapitre 6.

8. Soit ΔI la variation initiale de l'investissement, $1 / (1 - c)$ le coefficient multiplicateur k, où c est la propension marginale à consommer et $1 - c$ la propension marginale à épargner, et ΔY la variation du revenu, on a $\Delta Y = k\Delta I$.

CHAPITRE 2

Michał Kalecki
L'économiste des relations de pouvoir et des conflits sociaux

Michaël Assous

Il n'est pas aisé d'évaluer l'apport de Michał Kalecki à la théorie macroéconomique contemporaine tant ses recherches semblent éclatées en corpus théoriques bien distincts. Aux côtés de John Maynard Keynes mais aussi de Ragnar Frisch et de Jan Tinbergen, il contribue dans les années 1930 à une profonde transformation de l'analyse économique[1].

Certes, Keynes est l'économiste au centre des débats. Mais Kalecki, à cette époque, contribue à donner à la théorie keynésienne sa forme opératoire. Dans le même temps, il relie la macroéconomie à la comptabilité nationale et établit des passerelles avec l'économétrie. Condensant de multiples apports de ces « années de haute théorie », il construit en un temps très bref la macroéconomie comme champ de recherche autonome et établit des liens précis entre celle-ci et la microéconomie. Il fournit également un guide aux interventions étatiques visant à contrôler la conjoncture, politiques qui sont au centre du monde moderne.

Avec le recul de l'histoire et les travaux croisés des historiens de la pensée économique et des économistes post-keynésiens qui se revendiquent des travaux de Kalecki, il est aujourd'hui possible de mieux apprécier la réalité de son projet et la portée de son héritage[2]. Aussi, dans un premier temps, nous reviendrons sur cet économiste méconnu (section 1). Nous aborderons ensuite le cœur de sa théorie des profits (section 2), des cycles et de la croissance (section 3). Nous verrons enfin comment l'analyse de la répartition des revenus élargit encore la portée de la théorie de Kalecki (section 4).

1. Un économiste énigmatique

Nous disposons de peu d'éléments sur la vie de Michał Kalecki. Aussi est-il difficile d'en retracer les grandes étapes en détail. Kalecki est né en Pologne en 1899. Son enfance et la fin de sa vie s'y déroulent. Entre-temps, il a beaucoup voyagé. En 1936, il se rend en Suède, en Norvège, puis s'installe au Royaume-Uni jusqu'en 1944, où il séjourne d'abord à Cambridge, puis à Oxford, les deux centres universitaires dominants et rivaux de Grande-Bretagne. De là, il se rend à plusieurs reprises en France.

Dans ces années d'intenses débats sur l'interprétation de la *Théorie générale* de Keynes (1936), Kalecki apporte d'importantes modifications à son analyse initiale. En 1936, grâce au renouvellement de sa bourse Rockefeller, il prolonge son séjour à Cambridge, où il interagit avec les plus proches collaborateurs de Keynes. En 1938, il s'engage aux côtés d'Austin Robinson, de Richard Kahn et de Piero Sraffa dans une vaste étude sur les mécanismes de fixation des prix qui le conduit à jeter les bases d'une nouvelle théorie de l'emploi et du multiplicateur de revenu. Se mettent ainsi en place les outils et les ruptures engendrés par le recours à la concurrence imparfaite. Parallèlement, il élabore une conception nouvelle des anticipations et définit un système dynamique non linéaire capable d'expliquer la persistance des cycles en l'absence de chocs aléatoires[3].

En 1939, Kalecki obtient un emploi de chercheur à l'Oxford Institute of Statistics, où il restera jusqu'en 1945. Pendant ces années, Joan Robinson est son principal interlocuteur et son meilleur soutien. Immédiatement, Robinson voit chez Kalecki la possibilité de poursuivre dans la voie ouverte par Keynes, auprès de qui, à plusieurs reprises, elle plaide vigoureusement sa cause[4]. Kalecki se lie également d'amitié avec Richard Kahn, Nicholas Kaldor, Roy Forbes Harrod, Piero Sraffa et Maurice Dobb, et collabore étroitement avec les principaux économistes membres de l'Oxford Institute of Statistics comme Thomas Balogh et Josef Steindl.

En 1945, Kalecki se rend au Canada puis aux États-Unis, où il travaille en tant qu'économiste pour les Nations unies à New York. En raison de la montée du maccarthysme, il retourne en Pologne en 1955. En tant qu'économiste en chef au Plan, il tente d'influer, mais sans succès, sur les décisions économiques du gouvernement polonais en faveur d'un régime de croissance tourné davantage vers la consommation que vers l'investissement. Insatisfait, Kalecki consacre les quinze dernières années de sa vie à l'enseignement de l'économie, aux politiques de développement et à la recherche mathématique. Isolé, il meurt à l'âge de 71 ans.

2. « Les capitalistes gagnent ce qu'ils dépensent… »

La percée intellectuelle de Kalecki est fulgurante. En l'espace de quelques années, il élabore une théorie nouvelle de l'emploi et de la dynamique économique. Sa force est d'avoir défini une méthode lui permettant de passer aisément d'une analyse statique portant sur la formation de l'équilibre macroéconomique à une analyse des cycles et de la croissance. Sont ainsi étudiées dans un premier temps la formation de l'équilibre temporaire à salaire et stock de capital constant – « quasi-équilibre » –, puis dans un second temps les trajectoires de moyen et long terme de l'économie.

2.1. L

Le principal obstacle au plein-emploi – indissociable du cadre d'analyse emprunté à Marx – tient à l'existence d'une asymétrie forte entre détenteurs des moyens de production et salariés. Cette asymétrie trouverait selon Kalecki son origine dans les imperfections des marchés financiers. Parce que le travail n'est pas un collatéral solide – il ne présente pas de garanties suffisantes pour les créanciers –, seuls les agents disposant au préalable d'un stock de capital minimal seraient à même de lever des fonds et d'investir. Ainsi, conclut Kalecki, la démocratie des affaires est un mythe et il convient de distinguer nettement entre les deux grandes classes qui composent l'économie : les « capitalistes » et les « travailleurs ».

C'est dans ce contexte que Kalecki formule pour la première fois sa théorie des profits et aboutit à la proposition selon laquelle les capitalistes gagnent en moyenne autant qu'ils dépensent.

> Les capitalistes en tant que classe gagnent exactement autant qu'ils investissent ou consomment, et si – dans une économie fermée – ils cessent d'investir ou de consommer ils ne réaliseront aucun profit. Par conséquent, les capitalistes, dans leur ensemble, déterminent leur propre profit par l'ampleur de leur investissement et de leur consommation[5]. (Kalecki, 1933a, p. 79-80)

Ainsi, les capitalistes seraient « maîtres de leur destin », à la différence des salariés, qui n'auraient pas d'autres choix que de s'ajuster à leurs décisions. Naturellement, cela n'est vrai que pour les capitalistes dans leur ensemble. Les décisions de dépense de chaque capitaliste dépendent de la demande qui s'adresse à leur produit, elle-même déterminée par les décisions de dépense de l'ensemble des capitalistes, de sorte que la capacité de ces derniers à maîtriser leur destin dépend de facteurs « objectifs » qui échappent à leur contrôle.

Par le recours aux schémas de reproduction de Marx, décrivant une économie composée de deux secteurs de production – secteur des biens de consommation et secteur des biens d'investissement –, Kalecki souligne un aspect clé des économies modernes, à savoir qu'aucun secteur de l'économie ne peut à lui seul absorber la totalité de sa production. Une part significative des recettes des entreprises de chaque secteur est nécessairement réalisée auprès des entreprises de l'autre secteur. Il en résulte que la rentabilité et du même coup les décisions d'investissement des entreprises des deux secteurs sont étroitement dépendantes les unes des autres.

Pour comprendre les ressorts de la théorie des profits de Kalecki, il est utile d'examiner l'exemple suivant. Supposons que les entreprises du secteur des biens de consommation décident de se lancer dans de nouveaux projets d'investissement. Désireuses de satisfaire ces nouvelles commandes, les entreprises du secteur des biens d'investissement élèveront leur production et réaliseront de nouvelles embauches. À mesure que les travailleurs nouvellement embauchés dépenseront leur salaire, la demande de biens de consommation s'élèvera également. Les perspectives de profit des entreprises du secteur de biens de consommation s'amélioreront donc. Est-ce pour autant que les capitalistes de ce secteur gagneront autant qu'ils dépensent ? Non. Certes, les profits augmenteront, mais pas d'un montant égal aux dépenses d'investissement engagées initialement. Le reflux des profits sera partiel. Pour maintenir ce niveau de dépenses, les entreprises du secteur des biens de consommation devront donc se financer auprès des entreprises du secteur des biens d'investissement. Mais alors, la structure de l'endettement sera modifiée. Pour que cela n'ait pas lieu, il faut donc que les entreprises des deux secteurs investissent au départ conjointement. Alors seulement les capitalistes de chaque secteur gagneront-ils en moyenne autant qu'ils dépensent.

Individuellement, un capitaliste – et c'est également le cas de l'ensemble des capitalistes d'un secteur – ne peut donc accroître ses profits en élevant unilatéralement ses dépenses. Il doit encore anticiper les plans d'investissement des entreprises de l'autre secteur. Si les entreprises d'un secteur anticipent le fait que les entreprises de l'autre secteur investiront, celles-ci auront intérêt à investir également. Inversement, si elles anticipent que les autres entreprises n'investissent pas, elles n'auront aucune incitation à le faire. C'est cette interdépendance entre secteurs qui explique la possibilité d'équilibres multiples. Si les capitalistes sont globalement pessimistes, l'économie atteindra un « quasi-équilibre » bas caractérisé par des niveaux de dépenses d'investissement faibles, et les anticipations se trouveront confirmées. Inversement, si les capitalistes sont globalement optimistes, l'économie atteindra un « quasi- équilibre » haut. À nouveau, leurs anticipations seront validées.

2.2. P

Dans chaque cas, une politique d'offre visant à réduire le coût du travail sera nécessairement vouée à l'échec. Dans une courte note sur l'équilibre stationnaire décrit par Arthur Cecil Pigou, Kalecki (1944a) défend la thèse qu'il existe des circonstances théoriquement concevables et empiriquement significatives dans lesquelles la flexibilité du taux de salaire monétaire ne permettra pas le retour au plein-emploi.

L'analyse met l'accent sur l'effet de la variation des salaires sur la demande de biens et services, et a pour point de départ l'impasse suivante. Conformément à la théorie des profits de Kalecki, à moins qu'une réduction du salaire nominal n'accroisse les dépenses des capitalistes, il n'existe aucun mécanisme par lequel l'économie peut atteindre un niveau d'emploi supérieur. Aussi longtemps que les dépenses des capitalistes restent constantes, la baisse des salaires s'accompagnera d'une baisse des prix exactement proportionnelle – en raison de la baisse de la consommation des salariés –, en sorte que la rentabilité du capital restera inchangée.

En fait, Kalecki a lui-même décrit un mécanisme restreignant considérablement la portée de ce raisonnement selon lequel la baisse des salaires n'aurait aucun effet sur l'emploi et la trajectoire de l'économie. Ce mécanisme, appelé par Axel Leijonhufvud « effet Keynes », est le suivant : la baisse des prix s'accompagne du renchérissement du pouvoir d'achat de la monnaie, appelé « effet d'encaisse réelle ». Disposant de liquidités supplémentaires, les entreprises interviennent sur les marchés financiers

et élèvent leur demande de titres financiers. En conséquence, le taux d'intérêt nominal diminue et les entreprises sont en mesure de financer leur projet d'investissement pour un coût plus faible. Une baisse des salaires a donc le même effet qu'une augmentation de l'offre de monnaie et des liquidités des entreprises initiée par la banque centrale.

De surcroît, conformément à l'argument défendu par Pigou, la baisse des prix, en augmentant la richesse nette des consommateurs – écart entre la valeur de leurs créances et celle de leurs dettes –, induit directement un accroissement de la consommation et *in fine* de la demande globale. Kalecki (1944a) rappelle cependant que, pour l'essentiel, les encaisses monétaires privées – dont les dépôts bancaires comptabilisés comme de la monnaie – ont pour contrepartie une dette privée. La difficulté, souligne-t-il – reprenant ici un argument développé par Irving Fisher dans sa théorie de la déflation par la dette –, est que ces ajustements risquent d'entraîner d'importants effets de redistribution. Les créanciers verront certes leur pouvoir d'achat s'élever mais seulement parce que les débiteurs se seront appauvris d'autant. Si la propension marginale à dépenser des créditeurs était systématiquement supérieure à celle des débiteurs, ne serait-ce que faiblement, la déflation des salaires et des prix aurait un effet favorable. Mais ce n'est pas le cas. La population n'est pas répartie au hasard entre débiteurs et créanciers. La majorité des entreprises se caractérisent par une forte propension à accumuler du capital physique et des moyens de production durables. Naturellement, leur emprunt est rationné par les prêteurs, non seulement du fait des imperfections du marché du crédit, mais parce que l'emprunteur est soumis au principe du risque croissant, un point mis en évidence par Kalecki (1937). Aussi, quand les prix et les salaires diminuent, le service de la dette absorbe une fraction supérieure du revenu des entreprises, et la réduction ou l'élimination de leurs fonds propres les disqualifie pour solliciter un nouveau crédit.

Par ailleurs, les faillites et les défauts de paiement transmettent la détresse des débiteurs à leurs créanciers en menaçant la solvabilité et la liquidité des prêteurs individuels et des institutions financières. Devant la détérioration de leurs fonds propres, les entreprises donnent la priorité à la restauration de leur structure financière sur l'investissement réel. Le déclin de la valeur marchande réelle de leurs capitaux propres, du fait de l'alourdissement du service de leur dette, dépasse très largement les gains des créditeurs. En conséquence, les effets négatifs de la déflation sont susceptibles d'éclipser les effets positifs de la hausse de la valeur réelle des actifs nominaux des créanciers.

Il est important de souligner ici que le raisonnement de Kalecki est indépendant du mode de révision des anticipations des entrepreneurs. En cela, Kalecki se distingue nettement de Keynes, pour qui la révision des anticipations des entrepreneurs, dans un contexte déflationniste, constituait le principal obstacle au retour au plein-emploi. Sa thèse est que les effets positifs attendus de la baisse des salaires nominaux risquent d'être plus que compensés par la baisse des prix anticipée, de sorte que, quand bien même le taux d'intérêt nominal baisserait, le taux d'intérêt réel pourrait augmenter. Selon Kalecki, la baisse du niveau général des prix agit avant tout sur les charges financières des entreprises. Quelle que soit, donc, l'évolution des anticipations de prix et de salaire, une baisse des salaires nominaux peut entraîner une contraction de la demande globale. À lui seul, l'effet négatif de la déflation peut ainsi expliquer l'instabilité de l'équilibre stationnaire de plein-emploi. C'est ce point que Kalecki fait valoir dans une lettre qu'il adresse à Keynes en 1944 :

> Votre argument au sujet de la hausse du taux d'intérêt réel est valide seulement pendant la période d'ajustement. Une fois que le nouvel équilibre est atteint, les salaires et les prix cessent de baisser. Pendant le processus d'ajustement, le facteur que vous mentionnez aura tendance à réduire l'emploi, mais une influence plus forte encore allant dans cette direction

> sera exercée par l'ensemble des faillites et la « crise de confiance qui en résultera », que je mentionne dans ma note. (Kalecki, 1990, p. 568)

Cet extrait révèle également que Kalecki était conscient que son analyse renvoyait à une analyse en termes de déséquilibre. Une séquence durant laquelle la baisse des prix et des salaires accroît les charges financières des débiteurs est incompatible avec la notion d'équilibre stationnaire. Kalecki reconnaît donc l'impossibilité de démontrer l'existence d'un équilibre stationnaire de sous-emploi. Ce qu'il contestait, en revanche, était que la baisse des prix permettrait de l'atteindre. L'essentiel de son message est que l'équilibre stationnaire décrit par Pigou est globalement instable : les forces qui abaissent les salaires et les prix sont faibles et lentes, et celles qui transforment la déflation en demande réelle accrue sont incertaines ou tout simplement absentes. Le caractère dynamique de ce type d'argument explique certainement pourquoi Kalecki, à la différence de Keynes, préférait le terme de *quasi-équilibre* à celui d'*équilibre avec chômage*.

3. Cycles et croissance

La récurrence des crises s'expliquerait, selon Kalecki, par le caractère dual de l'investissement.

Certes, une hausse des dépenses d'investissement se manifeste par une hausse des profits. Elle conduit également, à terme, à un accroissement des capacités de production. Parce que les entreprises n'anticipent pas et ne prennent pas en compte les effets de leurs décisions d'investissement sur le stock global de capital de l'économie, ces changements du stock de capital provoquent des ajustements permanents de l'économie caractérisés par le passage d'un « quasi-équilibre » à l'autre (voir section 2.1). À niveau de profits donné, toute hausse du stock global de capital a pour effet de réduire la rentabilité de chaque unité de production. Lorsque cette baisse se manifeste, les entreprises sont conduites à réviser leurs plans d'investissement à la baisse. Mais, en s'engageant sur cette voie, la production de biens d'investissement diminuera et, avec elle, le niveau des profits. C'est ce comportement qui explique le retournement de la conjoncture en période d'expansion, puisque la baisse de la dépense génère une baisse du niveau des profits qui incite les entrepreneurs à réduire davantage leur investissement. Le mécanisme s'inverse finalement lorsque, en période de dépression, la contraction du stock de capital restaure le taux de profit et incite les entrepreneurs à investir à nouveau. L'économie fluctue ainsi de manière cyclique au gré des modifications du taux de profit moyen de l'économie.

Conformément à cette conception, Kalecki était convaincu que des facteurs « automatiques » seraient suffisants pour sortir *in fine* l'économie de la crise. C'est pourquoi, selon lui, la crise de 1929 constituait le moment d'un cycle économique caractérisé par l'accumulation d'un stock de capital excessif dont la seule contraction serait à même de restaurer le taux de profit moyen. Pour expliquer la sévérité et l'ampleur de la crise, Kalecki évoquait le rôle des facteurs psychologiques et monétaires. Prenant acte du très faible degré d'utilisation de l'équipement des firmes jusqu'en 1933, il conclut que la faiblesse de l'investissement tenait au report des décisions d'investissement. Ce point est important, puisqu'il révèle que Kalecki ne pensait pas que l'économie puisse être sujette à un effondrement. Sa thèse, au contraire, était que les économies capitalistes, en l'absence de progrès technique, étaient condamnées à fluctuer autour d'une position statique. Selon lui, la croissance ne pouvait résulter que de chocs.

> Je crois que le caractère antinomique du système capitaliste est plus profond : le système ne peut cesser de fluctuer autour de sa position stationnaire et croître qu'en raison de l'impact de facteurs semi- exogènes tels que les effets de l'innovation sur l'investissement. (Kalecki, 1962, p. 134)

4. Répartition du revenu et lutte de classe

Kalecki admet dans ses premiers travaux que la concurrence est « libre » et conclut en toute logique, en raison de la décroissance des rendements marginaux du travail, que la part des salaires dans le revenu est contracyclique.

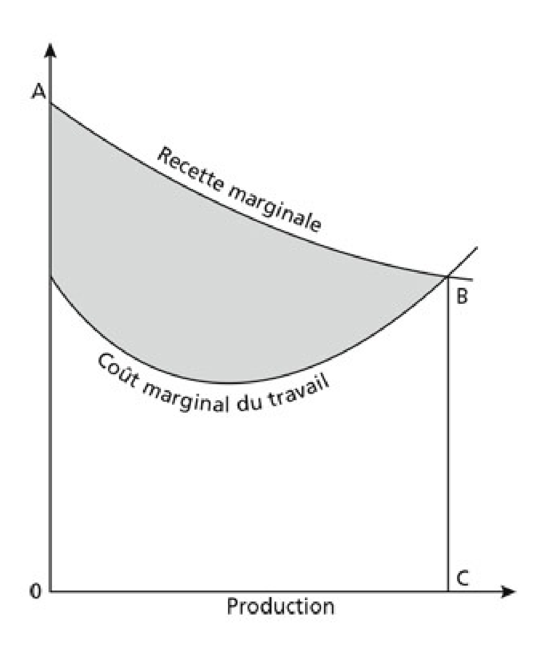
Les études empiriques de Colin Clark et Simon Kuznets concluant à la stabilité des salaires à long terme sonnent comme un démenti statistique de sa théorie. Pour expliquer ce fait stylisé nouveau, Kalecki défend par la suite l'idée que la répartition du revenu entre salaire et profit dépend du pouvoir de marché des entreprises et du pouvoir de négociation des syndicats. La stabilité de la part des salaires et des profits dans le revenu dépendrait ainsi de l'ampleur des imperfections de marché mesurée par le « degré de monopole » de l'économie.

4.1. D

Pour rendre compte de ces aspects, il est utile de partir de la recension de la *Théorie générale* réalisée par Kalecki. Les principales conclusions de Keynes sont discutées dans une économie dans laquelle : 1. l'investissement est prédéterminé, donc le problème de l'interdépendance entre les marchés des biens et les marchés financiers est ici écarté ; 2. le salaire monétaire est fixe et le marché du travail, du fait de l'existence d'une « armée de réserve de travailleurs au chômage », est caractérisé par un excès d'offre.

Kalecki se place d'emblée à un niveau microéconomique et admet que la concurrence est monopolistique. L'équilibre de l'entreprise est ainsi représenté à l'intersection de la courbe de coût et de revenu marginal. Dès lors, en déduisant de chacune de ces deux courbes les coûts en matières premières, obtenant de la sorte une « courbe de valeur ajoutée marginale » et une courbe de « coût marginal du travail », il relie l'équilibre de l'entreprise à l'équilibre macroéconomique et fait apparaître la répartition du revenu entre profits et salaires.

Figure 2.1. Équilibre de l'entreprise et équilibre macroéconomique



Au point d'équilibre, la valeur ajoutée de l'entreprise représentative correspond à l'aire dont la partie grisée figure le revenu des capitalistes et la partie non grisée le revenu des travailleurs. Or, à l'équilibre, comme le revenu national est égal à la valeur des biens de consommation et d'investissement produits, sous l'hypothèse que les travailleurs n'épargnent pas, la partie grisée correspond à la valeur des biens consommés et investis par les capitalistes, tandis que la valeur des biens consommés par les travailleurs correspond à l'aire non grisée.

Quand les coûts et l'élasticité de la demande sont constants, le prix pratiqué par chaque entreprise reste constant, avec la demande perçue et donc la production envisagée, ce qui ne fait que refléter la constance des rendements du travail. Le prix croît avec le facteur de marge, et décroît avec l'élasticité de la demande adressée à chaque entreprise, ce qui ne fait que traduire l'accroissement du risque que prendrait chaque entreprise en s'écartant du prix pratiqué par ses concurrentes et par conséquent, dans ce modèle imagé, du prix moyen.

Au niveau macroéconomique, la part des salaires dans le revenu dépend donc du degré de monopole, lui-même déterminé par l'élasticité du prix de la demande. Si le degré de monopole s'élève, cela implique, en raison d'une répartition du revenu plus favorable aux capitalistes, une hausse du taux d'épargne. Or, si le niveau des profits reste constant tandis que la part des profits dans le revenu s'élève, il faut nécessairement que le produit réel ait baissé. La baisse du revenu et la hausse du degré de monopole se traduisent en conséquence par des déplacements vers la gauche et vers le haut des courbes de demande individuelles de sorte que le niveau des profits reste constant.

> Le pourcentage de marge brute s'élève, mais le produit national baisse exactement dans les mêmes proportions, en sorte que les profits réels totaux restent inchangés. Quel que soit le niveau des marges de profits sur une unité de production, les capitalistes ne peuvent réaliser plus de profit que ce qu'ils consomment et investissent. (Kalecki, 1943a, p. 153)

En couplant cette explication de la répartition du revenu à sa théorie des profits, Kalecki relie ainsi sa théorie de la demande effective à l'hypothèse de concurrence imparfaite et montre que toute variation du degré de monopole, en modifiant la répartition du revenu entre salaires et profits, se manifeste à un niveau macroéconomique par des variations du niveau de l'emploi. L'originalité de son approche est de

démontrer que, si la part des profits dans le revenu dépend du degré de monopole de l'économie, en revanche le niveau des profits reste uniquement déterminé par le niveau des dépenses des capitalistes. Les variations du degré de monopole n'affectent le niveau de l'emploi global qu'à travers leurs effets sur les dépenses des travailleurs.

4.2. D

Aussi, se fondant sur ces résultats qui permettent un passage élégant de la microéconomie à la macroéconomie, Kalecki parvient à décrire les ajustements de l'offre et de la demande globales en référence aux variations du revenu national, aboutissant ainsi à une expression originale du multiplicateur. Plus précisément, en admettant que les travailleurs consomment intégralement leurs salaires, il parvient à déduire de l'analyse microéconomique l'idée que la propension sociale à consommer est constante et inférieure à l'unité. Enfin, dans ce cadre de concurrence imparfaite, Kalecki est en mesure d'expliquer le démenti statistique de la corrélation négative entre salaires réels et salaires monétaires énoncé par Keynes (1936).

La « lutte des classes », par ses effets sur la répartition du revenu, n'a donc aucune conséquence sur le déroulement du cycle. Certes, l'amplitude des variations du produit intérieur brut (PIB) sera modifiée, mais celle-ci sera neutre vis-à-vis de l'investissement. La lutte des classes s'apparenterait ainsi à ces forces internes n'ayant aucun effet sur la dynamique économique, un argument que Kalecki fait valoir dès les années 1930 à ses contemporains marxistes.

> Si un étudiant en mécanique se déplaçant à bord d'un taxi conclut qu'il serait inutile de frapper sur le tableau de bord pour faire accélérer le taxi, il aurait raison, puisque l'hypothèse que la trajectoire du taxi est complètement déterminée par sa position initiale, sa vitesse initiale, et l'influence des forces extérieures exclut la possibilité que des forces internes affectent sa course. (Kalecki, 1933b, p. 113)

Convaincu de la possibilité d'atteindre et de maintenir le plein-emploi par des politiques de dépenses budgétaires et fiscales, Kalecki n'ignorait pas les obstacles politiques parfois insurmontables à leur mise en œuvre. Le principal – indissociable de son cadre d'analyse emprunté à Marx – tient à l'existence d'une asymétrie forte entre les détenteurs des moyens de production, les capitalistes titulaires des profits, et les travailleurs salariés. Cette asymétrie trouve son origine dans les imperfections des marchés financiers. Comme nous l'avons déjà mentionné, le travail n'étant pas un collatéral solide, seules les personnes disposant au préalable d'un capital sont véritablement à même de lever des fonds et d'investir. Aussi, la démocratie des affaires serait un mythe.

D'un point de vue politique, les capitalistes, en tant que classe, disposent d'un immense pouvoir puisque c'est entre leurs mains que repose en définitive le destin de l'économie. Or, pour Kalecki, la préservation de cette domination passe avant même la recherche du profit. C'est le thème de son célèbre article « Political Aspects of Full Employment » (1943b), qu'il publie au moment où se propage l'idée que le chômage peut être combattu par des politiques de relance appropriées. Parce que l'intervention de l'État est susceptible d'atténuer et même d'effacer les effets de cette asymétrie, les capitalistes en tant que classe craignent de voir leur pouvoir politique diminuer et à terme de se voir dépossédés de leur capital.

Aussi préfèrent-ils contenir l'intervention de l'État quitte à laisser le taux de chômage s'élever, ce qui, par ailleurs, exerce un effet disciplinaire fort sur les salariés. Kalecki n'était donc pas surpris de voir dans les années 1950, au rythme des élections, ces tensions politiques se manifester par l'alternance de phases de reprise et de ralentissement économique.

Il ressort de cette analyse que seuls des changements institutionnels profonds sont à même de dépasser ces conflits de classe. Kalecki était cependant plutôt sceptique sur les chances de voir un jour ces changements survenir. Comme il l'observe, aux États-Unis en particulier, les années 1950 et 1960 coïncident certes avec de longues phases de plein-emploi, mais au prix de dépenses publiques massives en matière d'armement et d'un contrôle des libertés publiques dont le maccarthysme constitue un élément parmi d'autres.

Conscient des obstacles politiques à la mise en œuvre de politiques de plein-emploi, Kalecki n'a cependant jamais cessé d'en démontrer la pertinence économique. Sa contribution majeure dans ce domaine date de 1945, moment où il publie, avec la collaboration des économistes de l'Oxford Institute of Statistics, un ensemble d'articles sur le thème de l'économie du plein-emploi. Dans un article intitulé « Three Ways to Full Employment » (1944b), il analyse l'opportunité de recourir au déficit public, à des taxes sur le capital, traite de la question de la soutenabilité de la dette, des effets des politiques de redistribution, ou encore des limites des politiques monétaires.

Conclusion

Ainsi, dès le début des années 1930, Kalecki est parvenu à construire une théorie aboutie de l'emploi, capable de rendre compte de la dynamique des économies capitalistes, et a mis en évidence de nouveaux mécanismes d'ajustement macroéconomiques. Sur cette base, il a été possible d'appréhender la dimension politique de son œuvre, notamment son traitement de la lutte des classes, et ainsi de mieux cerner les aspects qui le distinguent de Marx et de Keynes.

Références bibliographiques

Assous, M. (2003), « Kalecki's Contribution to the Emergence of Endogenous Business Cycle Theory : An Interpretation of his 1939 Essays », *History of Economic Ideas*, vol. 11, nº 1, p. 109-124.

Assous, M. (2014), « Michał Kalecki, An Intellectual Biography : Vol. I, Rendez-vous in Cambridge, 1899-1939, by Jan Toporowski », *Journal of Economic Literature*, vol. 52, nº 2, p. 538-540.

Kalecki, M. (1933a), « Essay on Business Cycle Theory », reproduit dans *Collected Works of Michał Kalecki*, éd. J. Osiatyński, Oxford, Clarendon Press, 1990, t. 1, p. 65-108.

Kalecki, M. (1933b), « "Critical Remarks on One of the Mathematical Theories of the Business Cycle" by Aleksander Rajchman : A Rejoinder », reproduit dans *Collected Works of Michał Kalecki*, éd. J. Osiatyński, Oxford, Clarendon Press, 1990, t. 1, p. 109-119.

Kalecki, M. (1937), « The Principle of Increasing Risk », *Economica*, vol. 4, nº 16, p. 440-447.

Kalecki, M. (1943a), *Studies in Economic Dynamics*, reproduit dans *Collected Works of Michał Kalecki*, éd. J. Osiatyński, Oxford, Clarendon Press, 1991, t. 2.

Kalecki, M. (1943b), « Political Aspects of Full Employment », reproduit dans *Collected Works of Michał Kalecki*, éd. J. Osiatyński, Oxford, Clarendon Press, 1990, t. 1, p. 348-356.

Kalecki, M. (1944a), « Professor Pigou on "The Classical Stationary State", A Comment », *Economic Journal*, vol. 54, nº 213, p. 231-232 ; reproduit dans *Collected Works of Michał Kalecki*, éd. J. Osiatyński, Oxford, Clarendon Press, 1990, t. 1, p. 342-344.

Kalecki, M. (1944b), « Three Ways to Full Employment », reproduit dans *Collected Works of Michał Kalecki*, éd. J. Osiatyński, Oxford, Clarendon Press, 1990, t. 1, p. 357-376.

Kalecki, M. (1962), « Observations on the Theory of Growth », *Economic Journal*, vol. 72, nº 285, p. 134-153.

Kalecki, M. (1990), *Capitalism, Business Cycles and Full Employment*, dans *Collected Works of Michał Kalecki*, éd. J. Osiatyński, Oxford, Clarendon Press, 1990, t. 1.

Kalecki, M. (1991), *Capitalism : Economic dynamics*, dans *Collected Works of Michał Kalecki*, éd. J. Osiatyński, Oxford, Clarendon Press, 1990, t. 2.

Keynes, J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, trad. fr. J. de Largentaye, Paris, Payot, 1995 et Payot & Rivages pour l'édition corrigée, 2017.

---

1. Pour une analyse de ces influences croisées, cf. Assous (2014).

2. Cf. notamment les témoignages recueillis par Jerzy Osiatyński pour l'édition des œuvres complètes de Kalecki (1990 ; 1991).

3. Pour plus de détail, cf. Assous (2003).

4. Keynes nourrissait à l'égard de Kalecki des sentiments mitigés, oscillant entre admiration et condescendance. Il semble que Keynes n'appréciait pas le style laconique de Kalecki et ses positions politiques hostiles à la bourgeoisie, à laquelle lui-même se sentait attaché (cf. Kalecki, 1990, notes éditoriales). En dépit de ce désaccord politique radical, et des différences de style, les deux hommes sont tout de même parvenus à échanger et à converger vers des conclusions communes, notamment en ce qui concerne l'analyse de la relation emploi-salaire, l'analyse monétaire et des politiques de plein-emploi.

5. Pour Kalecki (1933a ; 1933b ; 1943a ; 1962 ; 1990), notre traduction.

CHAPITRE 3

Joan Robinson
Une combattante à l’assaut de la citadelle orthodoxe

Louis-Philippe Rochon

Économiste cambridgienne, Joan Robinson, née Maurice, a véritablement marqué l'histoire de la pensée post-keynésienne et l'hétérodoxie en général. Son livre de référence, *L'Accumulation du capital* (1956), dont le titre est éponyme de celui d'un ouvrage de Rosa Luxemburg, représente la première tentative de construction d'une alternative pleinement crédible à l'économie néoclassique depuis la *Théorie générale* de Keynes et marque ainsi l'émergence de l'école post-keynésienne (Rochon et Rossi, 2016). Selon Alfred Eichner, Joan Robinson « nous a montré la voie pour sortir de la vallée des ombres qu'est l'économie néoclassique »[1] (1987, page des dédicaces ; notre traduction).

Aujourd'hui, nombreux sont les post-keynésiens qui s'inspirent encore de ses écrits, tant en économie de la croissance qu'en histoire de la pensée, en théorie monétaire, en méthodologie, et dans bien d'autres domaines encore. Robinson a eu une influence importante sur le développement de la théorie hétérodoxe. Non seulement a-t-elle influencé les post-keynésiens, mais également les marxistes, les kaleckiens et surtout les tenants de la théorie du circuit – par exemple, Augusto Graziani et Alain Parguez se sont largement appuyés sur ses travaux. Intellectuelle de haut rang, Robinson est décrite par Amartya Sen comme étant « totalement brillante bien que vigoureusement intolérante ».

Au cœur de la vision de Robinson, le besoin d'expliquer le fonctionnement d'une économie de production à la Keynes et la volonté de révéler les incohérences et faiblesses de la théorie néoclassique – et surtout de ses partisans – s'avèrent fondamentaux. En effet, Robinson compte parmi les plus farouches critiques de l'approche néoclassique, et fait montre également d'une grande défiance à l'égard de ceux qui défendent cette école de pensée. Comme elle le dit si bien, « vouloir étudier l'économie ne consiste pas à vouloir acquérir des réponses toutes faites sur les questions économiques ; cela consiste à apprendre comment éviter d'être déçu par les économistes »[2] (Robinson, 1955, p. 75).

Ce chapitre vise à expliciter et à saisir l'immensité de l'œuvre de Robinson. Bien que cette dernière ait contribué à plusieurs champs de l'économie, il est difficile de traiter ici de tous ses apports. En effet, résumer en quelques pages la richesse de son œuvre et la profondeur de ses travaux est quasi impossible, ce qui invite à une découverte personnelle.

Nous nous concentrerons donc sur quelques contributions. Plus précisément, nous aborderons les notions du temps historique et du capital, le prolongement de la *Théorie générale* de Keynes sur le long terme. Nous évoquerons finalement le concept de la monnaie endogène[3], alors même que ses travaux en la matière sont peu connus, voire largement ignorés. Effectivement, en discutant les grands thèmes de la pensée de Robinson, Athanasios Asimakopoulos (1984) ne mentionne pas une fois la monnaie. Cela est bien malheureux car la théorie post-keynésienne aujourd'hui serait très différente si les post-keynésiens, surtout américains, s'étaient penchés sur l'approche de Robinson au lieu de s'appuyer sur les travaux de Stephen Rousseas (1960) ou de Hyman Minsky (1957).

1. Notes biographiques : qui est Joan Robinson ?

Née à Surrey en Angleterre le 31 octobre 1903 (et décédée le 5 août 1983), Joan Violet Robinson est la fille de Helen Margaret Maurice et du major général Frederick Maurice. Appartenant à d'illustres familles britanniques, son arrière-arrière-grand-père maternel, Spencer Perceval, fut premier ministre du Royaume-Uni de 1809 à 1812.

Elle étudie l'économie à Girton College dès 1921 et à l'université de Cambridge, où elle obtient son diplôme en 1925. Lors de ses études, elle rencontre l'économiste Maurice Dobb, un communiste convaincu, qui eut une influence majeure sur la construction de sa pensée. En 1937, elle obtient un poste permanent à l'université de Cambridge en tant qu'enseignante en économie.

Deux événements particuliers ont également eu une influence décisive sur Robinson. En premier lieu, alors qu'elle est étudiante à la Saint Paul's School for Girls à Londres au début des années 1920, elle devient bénévole dans une école pour enfants défavorisés et se confronte aux problèmes de la pauvreté. En second lieu, dès 1926, elle voyage en Inde pendant quelques années et sera profondément marquée par la grande misère de ce pays en voie de développement. Tout au long de sa carrière, elle tentera donc d'expliciter les causes de la pauvreté et du chômage, ainsi que les autres problèmes auxquels font face les pays en voie de développement. Elle explique :

> Quand je suis arrivée à Cambridge pour étudier l'économie [en octobre 1921], je ne savais pas trop de quoi il s'agissait. J'espérais que cette discipline m'aiderait à comprendre la pauvreté et les moyens permettant d'y remédier. (Robinson, 1978, p. IX)

Très tôt dans sa carrière, Robinson exerce une influence certaine grâce à son ouvrage sur la concurrence imparfaite, qui paraît (1933), alors qu'elle n'a que 30 ans, la même année que *The Theory of Monopolistic Competition* d'Edward Chamberlin. À eux deux, ces ouvrages incarnent la volonté de s'échapper du carcan néoclassique en rejetant l'hypothèse de la concurrence parfaite.

Malgré l'importance de ce livre, Robinson devra attendre 1958 pour être finalement élue membre de la British Academy, institution britannique prestigieuse qui vise l'excellence dans les sciences sociales et les humanités. Au sein même de Cambridge, Robinson est reconnue comme une universitaire brillante. Ainsi, elle devient membre (*fellow*) du Newnham College en 1962, et plus tard professeure au Girton College. Finalement, elle est la première femme membre honorifique (*honorary fellow*) du King's College en 1979, l'institution dont John Maynard Keynes était membre près de quatre décennies plus tôt.

Robinson fut certes une économiste dont la carrière était impressionnante, mais Bill Gibson souligne qu'elle était également « un des esprits les plus originaux du XXe siècle » (2005, p. 2 ; notre traduction). En 1972, à l'invitation de la prestigieuse American Economic Association – présidée à l'époque par John Kenneth Galbraith –, elle délivre une des fameuses *Ely Lectures*, dont le sujet est la « seconde crise de la théorie économique » (Robinson, 1972).

Quelques années plus tard, en 1975, année internationale de la femme, nombreux sont ceux tant de gauche que de droite qui sont convaincus qu'elle gagnera le « prix Nobel d'économie »[4]. L'idée est tellement répandue à l'époque que *Business Week* lui consacre un article qui fait d'elle la grande favorite pour ce prix cette année-là (Pasinetti, 1987).

Malgré son influence au sein de la discipline, Robinson ne sera jamais récompensée par « le prix Nobel », fort probablement à cause de ses positions les plus radicales. Selon Pasinetti, elle acquiert ainsi

le statut de « la plus connue récipiendaire du prix Nobel à ne jamais l'avoir obtenu » (1987, p. 212 ; notre traduction).

2. Joan Robinson et son œuvre

Robinson engage une critique féroce de la théorie néoclassique et de ses concepts d'équilibre et de stabilité. Pourquoi étudier une théorie qui suppose qu'à long terme nous revenons tout simplement à un point d'équilibre ? Cela s'enracine bien dans l'approche de Keynes, qui dans *A Tract on Monetary Reform* affirme :

> […] cette notion de long terme est mauvaise conseillère pour les affaires courantes. À long terme, nous serons tous morts. Les économistes se fixent une tâche fort aisée et peu utile si, pendant les saisons orageuses, ils se contentent de nous dire que l'océan sera à nouveau calme une fois la tempête passée. (Keynes, 1923, p. 80 ; notre traduction)

Pour Keynes et Robinson, l'économie se retrouve rarement dans une situation stable de long terme, au sens néoclassique, c'est-à-dire dans une situation où il n'y a plus de facteurs tendant à la faire sortir de l'équilibre. Plus précisément, l'économie s'inscrit dans le court terme, sans facteur spécifique la menant à une position d'équilibre de long terme. Et le court terme a des caractéristiques bien particulières. L'économie se situe dans le temps historique, où le passé est donné et ne peut pas être changé, et dont l'avenir est inconnu ; ce thème revient souvent dans les écrits de Robinson ainsi que dans ceux des post-keynésiens (cf. notamment Moore, 1988). Il est au cœur du concept même d'incertitude : l'idée qu'il nous est impossible de connaître l'avenir explique que nos décisions d'aujourd'hui se fondent sur des anticipations de l'avenir qui sont elles-mêmes incertaines[5]. Dans ces circonstances, comment agissent les agents économiques ? Comment les entreprises prennent-elles leurs décisions concernant les investissements ? Comment se comportent les consommateurs ? Les décisions prises peuvent-elles vraiment amener l'économie à une situation d'équilibre de long terme, unique et stable ?

Pour Robinson, la réponse à cette dernière question est négative et il n'existe donc pas de centre de gravitation. Ce thème constitue la base même de sa critique de l'orthodoxie qui figure dans son article « History versus Equilibrium » (1978)[6]. Elle rejette donc la nécessité d'étudier une économie en équilibre et prétend qu'il faut « sortir la théorie économique du désert de l'équilibre pour l'emmener vers des champs fertiles » (Robinson, 1980, p. XIV). Pour cela, il suffit de reconnaître l'importance de l'incertitude : « Dès que l'on souscrit à l'incertitude et aux anticipations, l'argument de l'équilibre s'effondre et l'histoire reprend sa place » (Robinson, 1979, p. 58).

Ailleurs, Robinson affirme que :

> Les économistes néoclassiques pensent qu'une position d'équilibre est un équilibre vers lequel tend l'économie dans le temps. Mais il est impossible pour un système de graviter autour d'un état d'équilibre car c'est la définition même d'équilibre : nous nous y retrouvons déjà et nous y étions depuis un certain temps. (Robinson, 1960, p. 120)

Par ailleurs, la notion de temps historique implique aussi pour Robinson l'idée de l'irréversibilité des décisions d'investissement. Une fois qu'une entreprise fait un investissement, et donc se procure un bien d'équipement supplémentaire, cet acte est irréversible. Afin d'expliciter le concept de temps historique, elle s'appuie sur l'argument suivant :

> Le temps est différent de l'espace […]. Dans l'espace, les corps allant d'un point A à un point B peuvent aussi passer par le point B pour aller vers le point A mais, dans le temps, seule la règle la plus stricte du sens unique est en vigueur. (Robinson, 1959, p. 130)

Cela est loin d'être anodin. Nous ne pouvons pas aller et venir entre les stocks de biens et les stocks de capital. Une fois qu'une entreprise a acheté un bien d'équipement, il lui est difficile de s'en détourner et d'abandonner cet investissement. Cela signifie donc qu'il est difficile d'échanger du travail contre du capital, même si leurs prix varient. Le concept même de substituabilité entre les facteurs de production est donc à rejeter.

Ce dernier point fut particulièrement important dans la théorie de Robinson. Il a eu son importance dans ce que l'on a appelé les débats sur la définition du capital ou encore la controverse des deux Cambridge – opposant les universitaires de l'université de Cambridge, au Royaume-Uni, à ceux du Massachusetts Institute of Technology (MIT) de Cambridge, aux États-Unis –, que nous traitons dans la section suivante.

3. Les controverses sur la nature du capital

Le débat sur la nature du capital s'ouvre dans les années 1960 ; il oppose, entre autres, Joan Robinson et Piero Sraffa, pour le Royaume- Uni, à Paul Samuelson et Robert Solow, pour le MIT. Le cœur des discussions portait sur la nature et la mesure du capital. L'enjeu était de taille car il s'agissait pour Robinson de remettre en cause la théorie néoclassique de la répartition, la validité des fonctions de production ainsi que les implications théoriques et politiques de celles-ci.

La discussion porte avant tout sur l'idée même d'agrégation du capital. En d'autres termes, afin d'expliquer la nature et le rôle du capital, Robinson ne cesse de s'interroger (1971) sur l'unité de mesure du stock de capital. De fait, elle soulève la question relative à la fonction de production. Pour elle, on ne peut pas discuter du capital comme l'on discute de la main-d'œuvre : alors que les travailleurs sont considérés comme homogènes et qu'il est possible d'effectuer des mesures grâce aux heures de travail par tête, le capital ne peut en rien être saisi de la même façon. Comme elle l'explique dans un passage célèbre, l'étudiant va par conséquent

> se précipiter vers la question suivante, dans l'espoir qu'il oubliera de demander en quelles unités C est mesuré. Avant qu'il ne le demande, il sera devenu professeur, et ainsi des habitudes en matière d'imprécisions conceptuelles seront transmises d'une génération à l'autre. (Robinson, 1953, p. 81)

Mais deux problèmes déterminants persistent avec la question de la mesure du capital. Premièrement, comme Robinson l'a souligné, il existe un problème concernant l'agrégation des biens d'équipement, qui sont hétérogènes par nature. Passer d'un niveau microéconomique à un niveau macroéconomique s'avère problématique quand il s'agit du capital car cela consiste à compter des biens très différents les uns des autres. Deuxièmement, et principalement, pour calculer la valeur du stock de capital, il est nécessaire d'en connaître le prix pour obtenir une valeur monétaire ; mais ce prix dépend de la détermination du taux de profit, qui est lui-même calculé en fonction du stock de capital. L'argument est parfaitement circulaire, c'est un sophisme.

À l'époque, les discussions relatives à ces éléments furent vives et, nous l'avons dit, mettaient en jeu toute la construction de l'économie néoclassique, qui se serait effondrée si les démonstrations de Robinson s'avéraient exactes. Ainsi, la théorie de la répartition et l'usage des fonctions de production se révélèrent erronés et, à la fin, Samuelson admit avoir été réfuté par Robinson. Mark Blaug (1980, p. 187) affirme même que Samuelson fit une déclaration de reddition inconditionnelle. En effet, il admit que « le retour des techniques[7] est une possibilité logique dans toute technique » (Samuelson, 1966, p. 582 ; notre traduction). Pourtant, la profession dans son ensemble ignora ces débats et l'économie néoclassique, comme les concepts de capital et de fonction de production se développèrent et se diffusèrent comme si rien ne s'était passé.

Bien que la question de la mesure soit restée fondamentale au sein de l'économie hétérodoxe, Robinson elle-même en était venue à la considérer davantage comme une distraction ou un « élément mineur ». Avec une grande précision, elle résume ainsi les différentes positions :

> Le problème de la « mesure du capital » est un élément mineur dans la critique des

doctrines néoclassiques. Ce qui importe, c'est qu'en tant qu'alternatives à la théorie post-keynésienne elles ne consistent en rien d'autre qu'en une erreur de méthodologie – une confusion entre les comparaisons des positions d'équilibre fictives et un processus d'accumulation prenant place dans l'histoire. (Robinson, 1978, p. 136)

4. Les théories de la croissance

Outre sa participation aux débats entre les deux Cambridge, Robinson fournit une contribution importante à la théorie de la croissance économique, à partir de laquelle elle entend développer et diffuser les idées de Keynes. En réalité, elle n'a que mépris pour les économistes de la synthèse, les soi-disant économistes « keynésiens », qui visaient à insérer des principes originaux de Keynes relatifs au court terme dans un modèle néanmoins néoclassique de long terme – économistes qu'elle accuse d'être de faux keynésiens, ou des « keynésiens bâtards ». Elle demeure plutôt fidèle aux idées et écrits de Keynes, en y adjoignant les influences de Michał Kalecki et de Karl Marx, une approche que Geoffrey Harcourt (2001) qualifie de « rebelle ».

Toutefois, Robinson juge Keynes trop préoccupé par le court terme ; en effet, elle prétend qu'il accordait rarement un regard à autre chose que le court terme, et que son œuvre majeure, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, est d'abord et avant tout consacrée à l'explication de l'emploi et de la production à court terme.

Robinson n'était pas ignorante des idées de Keynes. Au contraire, elle était l'un des membres les plus actifs d'un petit groupe de jeunes chercheurs qui se sont regroupés à la suite de la publication d'*A Treatise on Money* de Keynes (1930). Baptisé *Cambridge Circus*, le groupe se rencontre fréquemment pour discuter des idées de Keynes contenues dans son « traité de la monnaie » et de ce qui allait devenir, six ans plus tard, la *Théorie générale*. En plus de Robinson, le groupe comprend aussi Piero Sraffa, Richard Kahn – avec qui elle développe une grande affinité intellectuelle –, James Meade et Austin Robinson – qu'elle épouse en 1926.

Néanmoins, Robinson demeure critique envers la *Théorie générale* à bien des égards, mais plus particulièrement envers ce qui est relatif à l'absence d'analyse de longue période ; elle cherche justement à remédier à cela avec la publication de *L'Accumulation du capital* en 1956, qui marque un tournant pour elle. En effet, Asimakopoulos (1984) le décrit comme l'ouvrage d'une intellectuelle mature.

Pour Robinson, la demande effective, si déterminante pour le court terme, est aussi une dynamique majeure pour la croissance économique à long terme. Son approche du temps historique nourrit également sa vision du long terme. Selon elle, l'équilibre à long terme ne peut constituer un objectif de référence, indépendamment des forces économiques ; il est avant tout influencé par les événements qui se déroulent maintenant dans le court terme. Contrairement à la théorie néoclassique, ce n'est donc pas un centre de gravitation. Par exemple :

> Tout ce qui se produit dans une économie arrive dans une situation de courte période et toutes les décisions qui sont prises le sont dans une situation de courte période, car un événement survient ou une décision est prise à un moment particulier et à ce moment-là le stock physique de capital est ce qu'il est ; mais tout ce qui arrive a un aspect de longue période tout autant qu'un aspect de courte période. Les décisions de courte période concernent l'utilisation de la capacité de production d'un équipement donné […], les décisions de longue période concernent la capacité de production. (Robinson, 1956, p. 164)

Donc, la position de long terme n'est pas prédéterminée, mais est elle-même influencée par les décisions prises dans le court terme.

Dans son modèle de croissance, Robinson reconnaît que seuls les travailleurs consomment et que les rentiers sont absents. L'accumulation est le résultat des actions des entrepreneurs, ou de « l'énergie avec laquelle les entrepreneurs l'effectuent » (Robinson, 1956, p. 77), et elle peut se faire à un rythme constant, tant qu'il existe un nombre suffisant de travailleurs pour satisfaire les besoins de l'accumulation. Pour Robinson, la croissance est le résultat de cette accumulation du capital (Rochon et Vernengo, 2001).

Chez Robinson, ce taux d'accumulation est inversement relié au taux de salaire réel, et elle observe que les économies avec un taux d'accumulation élevé présentent souvent des salaires réels faibles. Par conséquent, si deux économies ont des salaires nominaux identiques, l'économie avec le taux d'accumulation le plus élevé aura également le taux d'inflation le plus élevé. Elle suppose donc qu'il existe une barrière inflationniste qui freine l'accumulation du capital.

5. La théorie de la monnaie endogène[8]

L'endogénéité de la monnaie constitue un argument fondamental de l'analyse post-keynésienne, à partir duquel l'analyse de la production, de l'investissement et des biens se construit. En d'autres termes, il est impossible de comprendre correctement l'emploi, la production, les salaires, l'investissement et la théorie du multiplicateur de Keynes sans tout d'abord comprendre le rôle de la monnaie et celui, très spécifique, du système bancaire. Cela s'apparente grandement à l'approche de « l'analyse monétaire » de Joseph Schumpeter, puisque ce dernier affirme :

> L'analyse monétaire introduit l'élément monnaie à la base même de notre édifice théorique et renonce à l'idée que toutes les caractéristiques essentielles de la vie économique peuvent être représentées par un modèle d'une économie de troc. (Schumpeter, 1954, p. 390)

Robinson n'est pas connue pour ses travaux relatifs à la théorie de la monnaie endogène, bien qu'elle ouvre l'une des premières discussions sur ce thème chez les post-keynésiens. À bien des égards, ses contributions à ce sujet présentent même davantage d'intérêt que celles de Nicholas Kaldor (1970 ; 1982), pourtant reconnu comme le père de la théorie post-keynésienne de la monnaie (cf. Rochon et Vernengo, 2001). Assez tôt, dès 1952 et 1956, il apparaît dans ses écrits sur la monnaie des éléments clés qui deviendront les fondements de la théorie post-keynésienne de la monnaie endogène. Citons la création monétaire, la circulation et la destruction de la monnaie à travers la loi du reflux, le rôle des banques et l'importance de la solvabilité (*creditworthiness*) des emprunteurs.

En effet, dans *L'Accumulation du capital*, elle consacre deux chapitres entiers (22 et 23) à cette question, ainsi que de nombreux passages tout au long du texte, y compris dans les « Notes sur divers sujets » figurant à la fin de l'ouvrage. Malgré l'importance de ces passages au sein du livre, sa contribution au concept d'économie monétaire de production au sens de Keynes est largement, sinon quasiment ignorée par les post-keynésiens. Aussi, Dudley Dillard conclut à tort que Robinson était « insensible à la monnaie en tant qu'élément important dans la théorie économique générale ». Il écrit aussi que « la monnaie n'occupe pas de place significative dans son travail d'approfondissement de la *Théorie générale* par l'analyse de l'accumulation du capital, de la croissance économique et de la répartition du revenu » (Dillard, 1989, p. 599 et 601 ; notre traduction). Dans cette section, nous montrerons que Robinson avait une très bonne compréhension du rôle de la monnaie.

En outre, alors que la monnaie peut être endogène, Robinson explicite son rôle dans l'accumulation et la croissance à long terme (Rochon et Rossi, 2013). Aussi, si la production selon la théorie monétaire nécessite crédit et monnaie, Robinson en souligne la fonction dans le financement de la croissance de la production. En fait, elle entame le chapitre 23 par cette affirmation : « Il nous faut examiner maintenant l'influence du système monétaire sur l'accumulation » (Robinson, 1956, p. 209).

En parcourant *L'Accumulation du capital*, le lecteur est immédiatement frappé par l'attention portée par Robinson aux caractéristiques spécifiques de la monnaie. Il est clair que dans son analyse les détails monétaires ne sont pas relégués à l'arrière-plan, alors que Keynes est plus timide en la matière et reste ambigu sur le rôle véritable de la monnaie.

Ici, la monnaie est créée à travers le besoin de financer la production et est fortement reliée à la création de dette. La monnaie est un flux qui circule et revient à son point de départ. Cela signifie que

l'approche de Robinson rejoint l'approche du circuit monétaire. Par exemple, elle se penche sur la problématique des « billets ainsi mis en circulation » dans les « arcanes du circuit » (1956, p. 208). Elle conçoit donc la monnaie à la fois comme un flux et comme un stock. La nature du flux de monnaie explique la création, la circulation et ultimement la destruction de monnaie, alors que l'apparent stock de monnaie explique comment les ménages allouent leur épargne. Robinson distingue soigneusement « la monnaie-placement et la monnaie-moyen d'échange » (1956, p. 274).

Rapidement au cours du texte, dans le chapitre 3, intitulé « La signification de la monnaie », Robinson définit les « règles du jeu ». Elle établit la distinction entre les économies monétaires et les économies non monétaires ; les économies organisées étant *de facto* monétaires par nature. Les différences sont définies de la façon suivante : « L'économie du rouge-gorge ne connaît pas la monnaie parce qu'il n'y a pas de spécialisation et d'échange entre les familles. » Plus encore, le troc ou les systèmes non monétaires sont des cas imaginaires de sociétés humaines et ne sont rien de moins qu'« un exercice instructif » (Robinson, 1956, p. 25). Cela s'explique par le fait que, dans l'analyse de Robinson, les systèmes de troc sont « inefficients » car les travailleurs auraient alors « peu de temps ou d'énergie pour travailler ». Ainsi, « il est impossible d'imaginer une économie capitaliste non monétaire sans tomber dans des contradictions ». En fait, pour Robinson, la monnaie « apparaît très tôt dans le développement toujours plus complexe des économies humaines ». Toute société qui n'aurait « pas réussi à inventer la monnaie ne pourrait pas développer une économie capitaliste » (Robinson, 1956, p. 24-25).

À partir de là, Robinson conçoit la monnaie comme un point de départ pour tout système économique : « la monnaie est une condition *sine qua non* » (1956, p. 25).

> En particulier, une économie qui utilise du travail salarié exige de la monnaie. Un employeur qui lance une affaire doit payer ses ouvriers avant d'avoir quelque chose à vendre. Ainsi, il doit disposer d'une quantité de pouvoir d'achat (capital financier) avant de commencer. (Robinson, 1956, p. 24)

C'est dans ce sens que Robinson insiste sur le fait que nous avons besoin d'« écarter le voile monétaire […] pour observer les réalités qu'il dissimule » (1956, p. 23). Il est notable qu'elle considère le paiement des salaires comme le mécanisme par lequel la monnaie est introduite dans le circuit : « Les billets ainsi mis en circulation résultent des prêts consentis par les banques aux entrepreneurs, qui versent des salaires avant d'effectuer la vente des produits fabriqués par les ouvriers » (1956, p. 208).

Pour Robinson, le financement nécessaire aux paiements des salaires et au démarrage de la production provient du système bancaire et « quelques banques particulièrement respectées se sont installées dans le but de subvenir aux besoins monétaires du système » (1956, p. 225). Les entrepreneurs empruntent ce dont ils ont besoin pour payer les salaires : « Le montant du stock de billets nécessaire à l'ensemble de l'économie dépend de la valeur de la masse salariale hebdomadaire » (1956, p. 208) – ce qui rappelle fortement les travaux d'autres post- keynésiens (cf. Moore, 1988).

En outre, seules les demandes solvables de crédits bancaires seront étudiées par les banques : « Le montant des avances que les banques peuvent réaliser est limité par la demande provenant des bons emprunteurs » (Robinson, 1952, p. 29) – un argument qui est central dans l'approche horizontaliste[9] (cf. Lavoie, 2014 ; Rochon, 1999).

Robinson revient sur le principe de *creditworthiness* dans *L'Accumulaton du capital* : « Il existe une limite plus ou moins définie au pouvoir d'emprunt global, dépendant du […] caractère restrictif des

standards bancaires relatifs à la solvabilité » (1956, p. 244). Faisant écho à Keynes, Robinson affirme que « les banques occupent une place à part » (1956, p. 9) dans l'explication de l'économie monétaire de production. Plus loin dans le texte, elle évoque à nouveau ce principe en soutenant qu'un manque de solvabilité des firmes entraverait l'activité de prêt. Dans l'ensemble, en cohérence avec l'approche de l'endogénéité, « l'offre de capitaux à un moment donné n'a pas de signification quantitative […]. Le crédit (le pouvoir d'emprunter) est cependant, en réalité, très amorphe » (Robinson, 1956, p. 368).

Avec la monnaie créée de façon endogène, grâce au besoin de financement de production venant du système économique et à travers les prêts bancaires, Robinson poursuit son raisonnement en prétendant qu'il ne peut exister d'offre excédentaire de monnaie :

> Quand [l'entrepreneur] dispose d'une quantité supérieure à ce dont il a besoin, il réduit ses traites en cours en réglant avec des billets celles qui sont échues et en ne les renouvelant pas. Les billets reviennent alors vers les banques. Ainsi, la quantité existante de billets dus est adaptée de façon permanente aux besoins de transactions. (Robinson, 1956, p. 209)

En d'autres termes, Robinson décrit ce que les circuitistes[10] appellent le principe du reflux (Lavoie, 2014).

Finalement, en se référant à l'équation de Cambridge de la monnaie, elle résume sa position dans un passage devenu célèbre, où elle explique que « si l'équation quantitative avait été lue de façon normale, c'est-à-dire en considérant que la variable dépendante est à gauche et les variables indépendantes à droite, cela n'aurait pas été grave bien qu'une telle équation eût été plutôt vague »[11] (Robinson, 1971, p. 136).

Malgré une théorisation conséquente et imparable de la monnaie, ses écrits sur le sujet demeurent méconnus par les post-keynésiens, et les raisons en demeurent mystérieuses. Marc Lavoie remarque que son analyse de la monnaie arrive tardivement :

> […] à la fin de son livre, après une description complexe de la théorie de la croissance, de la théorie de la valeur et du changement technique, de sorte que le lecteur est trop épuisé pour se préoccuper de sa théorie monétaire. (Lavoie, 2014, p. 185 ; notre traduction)

C'est sans doute vrai mais il est possible d'avancer deux autres raisons.

Premièrement, pendant cette période, les débats sur la monnaie tournaient essentiellement autour des changements de vitesse de circulation de la monnaie, ce qui nourrira plus tard l'approche structuraliste de la monnaie[12]. À l'inverse, l'analyse de Robinson fait appel à une autre sémantique et se structure dans un cadre différent ; le lecteur n'était alors pas en mesure de comprendre ce qu'elle tentait de dire. Robinson rejetait le langage traditionnel relatif à la quantité de monnaie et ses écrits pouvaient sembler étranges.

Deuxièmement, et dans la continuité du point précédent, *L'Accumulation du capital* traitait avant tout de la croissance de long terme. À cette époque, et jusqu'à récemment, ce type de modèles de croissance n'intégrait pas la monnaie ; le lecteur serait probablement moins « épuisé » et davantage interloqué par la place de la monnaie au sein de tels modèles.

Pourtant, cela n'a pas empêché certains post-keynésiens de reconnaître la place de Robinson dans le champ de la théorie monétaire. Par exemple, Augusto Graziani écrit :

> Parmi les héritiers [de Keynes], Joan Robinson était celle qui comprit plus particulièrement ce problème. Ce que nous pouvons trouver dans ses travaux est la preuve d'une compréhension claire de la nature et du fonctionnement des problèmes de la finance. (Graziani, 1989, p. 616 ; notre traduction)

En plus d'Augusto Graziani, d'autres auteurs comme Louis-Philippe Rochon (1999, 2001, 2005), avec Claude Gnos (2003), ou Marc Lavoie (2014) ont tous admis et souligné l'importance de l'analyse de Robinson en la matière. Son approche originale de la monnaie émerge dans deux travaux de cette période, dans *L'Accumulation du capital* tout d'abord, mais aussi dans une publication plus courte, relative au taux d'intérêt (Robinson, 1952). La monnaie doit être considérée comme « une institution » (Robinson, 1956, p. 25). Et il ressort de ces travaux une théorie de la monnaie endogène, liée à la production de biens, telle qu'elle est actuellement présentée par les post-keynésiens.

Conclusion

Joan Robinson est l'une des fondatrices de l'économie post-keynésienne ; ses contributions à la fois significatives et diverses – par la multiplicité des champs qu'elle a abordés – jouent désormais un rôle essentiel dans le développement de la théorie post-keynésienne.

Dans ce chapitre, il était impossible de présenter l'ensemble de ses analyses sur les différentes thématiques économiques, ou même de traiter de façon exhaustive ses principaux domaines de recherche. Il s'agissait avant tout de donner au lecteur un aperçu de la complexité et de l'immensité de son travail. Ainsi, nous nous sommes penchés sur quelques-unes des notions clés que Robinson a traitées et qui constituent aujourd'hui des champs fondamentaux de l'économie post- keynésienne, comme l'endogénéité de la monnaie, sa compréhension du temps historique et, de fait, sa critique de l'analyse en termes d'équilibre, son approche de la croissance économique, ainsi que sa participation sans faille à la fameuse controverse sur le capital.

À travers son travail, Robinson a fait preuve à la fois d'une immense originalité dans sa pensée et d'une compréhension profonde de l'économie et « du monde réel ».

Les économistes hétérodoxes contemporains lui sont énormément redevables et ont envers elle un devoir de gratitude : elle a construit, de bien des façons, l'économie post-keynésienne. Son travail demeure d'un intérêt aussi important aujourd'hui que lorsqu'il fut publié, et elle restera une figure centrale de l'économie pour les générations à venir.

Références bibliographiques

Asimakopoulos, A. (1984), « Joan Robinson and Economic Theory », *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. 151, p. 381-409.

Bharadwaj, K. (1991), « History vs Equilibrium », dans I. Rima (dir.), *The Joan Robinson Legacy*, Armonk (N. Y.), Sharpe, p. 80-103.

Blaug, M. (1980), *La Méthodologie économique*, 2e éd., trad. fr. A. et C. Alcouffe, Paris, Economica, 1994.

Dillard, D. (1989), « The Paradox of Money in the Economics of Joan Robinson », dans G. R. Feiwel (dir.), *The Economics of Imperfect Competition and Employment : Joan Robinson and Beyond*, Londres, Palgrave Macmillan, p. 599-612.

Eichner, A. S. (1987), *The Macrodynamics of Advanced Market Economies*, Armonk (N. Y.), Sharpe.

Gibson, B. (dir.) (2005), *Joan Robinson's Economics : A Centennial Celebration*, Cheltenham, Edward Elgar.

Gnos, C., et Rochon, L.-P. (2003), « Joan Robinson and Keynes : Finance, Relative Prices and the Monetary Circuit », *Review of Political Economy*, vol. 15, no 4, p. 483-491.

Graziani, A. (1989), « Money and Finance in Joan Robinson's Work », dans G. R. Feiwel (dir.), *The Economics of Imperfect Competition and Employment : Joan Robinson and Beyond*, Londres, Palgrave Macmillan, p. 613-630.

Harcourt, G. C. (dir.) (2001), *L'Économie rebelle de Joan Robinson*, Paris, L'Harmattan.

Kaldor, N. (1970), « The New Monetarism », *Lloyds Bank Review*, vol. 97, p. 1-7.

Kaldor, N. (1982), *Le Fléau du monétarisme*, trad. fr. B. Guerrien et M. Oriol, Paris, Economica, 1985.

Keynes, J. M. (1923), *A Tract on Monetary Reform*, reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 4.

Keynes, J. M. (1930), *A Treatise on Money*, reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 5-6.

Lavoie, M. (2014), *Post-Keynesian Economics : New Foundations*, Cheltenham, Edward Elgar.

Lee, F. S. (2000), « On the Genesis of Post Keynesian Economics : Alfred S. Eichner, Joan Robinson, and the Founding of Post Keynesian Economics », dans W. J. Samuels (dir.), *Research in the History of Economic Thought and Methodology*, t. 18-C, *Twentieth-Century Economics*, Amsterdam, JAI-Elsevier, p. 9-40.

Minsky, H. P. (1957), « Central Banking and Money Market Changes », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 71, no 2, p. 171-187.

Moore, B. J. (1988), *Horizontalists and Verticalists : The Macroeconomics of Credit-Money*, Cambridge, Cambridge University Press.

Pasinetti, L. (1987), « Robinson, Joan Violet », dans J. Eatwell, M. Milgate et M. Newman (dir.), *The New Palgrave : A Dictionary of Economics*, Londres, Macmillan, t. 4, p. 212-217.

Robinson, J. (1933), *L'Économie de la concurrence imparfaite*, trad. fr. A. Covindassamy, Paris, Dunod, 1975.

Robinson, J. (1952), *The Rate of Interest and Other Essays*, Londres, Macmillan.

Robinson, J. (1953), « The Production Function and the Theory of Capital », *Review of Economic Studies*, vol. 21, nº 2, p. 81-106.

Robinson, J. (1955), « Marx, Marshall, and Keynes », reproduit dans *Collected Economic Papers*, Oxford, Basil Blackwell, 1960, t. 2, p. 1-17.

Robinson, J. (1956), *L'Accumulation du capital*, trad. fr. A. et C. Alcouffe, Paris, Dunod, 1977.

Robinson, J. (1959), « Some Problems of Definition and Measurement of Capital », *Oxford Economic Papers*, vol. 11, p. 157-166 ; reproduit dans *Collected Economic Papers*, Oxford, Basil Blackwell, 1960, t. 2, p. 197-208.

Robinson, J. (1960), *Collected Economic Papers*, Oxford, Basil Blackwell, t. 2.

Robinson, J. (1971), *Hérésies économiques. Essais sur quelques problèmes démodés de théorie économique*, trad. fr. G. Grellet, Paris, Calmann-Lévy, 1972.

Robinson, J. (1972), « The Second Crisis of Economic Theory », *American Economic Review*, vol. 62, nº 2, p. 1-10.

Robinson, J. (1978), « History versus Equilibrium », dans *Contributions to Modern Economics*, Oxford, Basil Blackwell, chap. 12.

Robinson, J. (1979), *Collected Economic Papers*, Oxford, Basil Blackwell, t. 5.

Robinson, J. (1980), *Further Contributions to Modern Economics*, Oxford, Basil Blackwell.

Rochon, L.-P. (1999), *Credit, Money and Production : An Alternative Post-Keynesian Approach*, Cheltenham, Edward Elgar.

Rochon, L.-P. (2001), « Cambridge's Contribution to Endogenous Money : Robinson and Kahn on Credit and Money », *Review of Political Economy*, vol. 13, nº 3, p. 287-307.

Rochon, L.-P. (2005), « Robinson on Credit, Money and Finance », dans B. Gibson (dir.), *Joan Robinson's Economics : A Centennial Celebration*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 267-282.

Rochon, L.-P., et Rossi, S. (2013), « Endogenous Money : The Evolutionary vs Revolutionary Views », *Review of Keynesian Economics*, vol. 1, nº 2, p. 210-229.

Rochon, L.-P., et Rossi, S. (dir.) (2016), *An Introduction to Macroeconomics*, Cheltenham, Edward Elgar.

Rochon, L.-P., et Vernengo, M. (2001), « Kaldor and Robinson on Growth and Money », *European Journal of the History of Economic Thought*, vol. 8, nº 1, p. 75-103.

Rousseas, S. (1960), « Velocity Changes and the Effectiveness of Monetary Policy, 1951-1957 », *Review of Economics and Statistics*, vol. 42, nº 1, p. 27-36.

Samuelson, P. A. (1966), « A Summing Up », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 80, nº 4, p. 568-583.

Schumpeter, J. A. (1954), *Histoire de l'analyse économique*, t. 1, *L'âge des fondateurs (des origines à 1790)*, trad. fr. M. Berthold, G.-H. Bousquet, J.-C. Casanova, P.-E. Dauzat, L. Évrard, J.-M. Garnier, R. Ghez, J. Hecht, P. Mongin, M. Robine, A. Tachet et G. Tapinos, Paris, Gallimard, 2004.

---

1. Selon Lee (2000, p. 9), l'histoire des post-keynésiens en Amérique du Nord débute en 1969 quand Alfred Eichner prend contact avec Robinson.

2. Pour Robinson (1952 ; 1953 ; 1955 ; 1959 ; 1960 ; 1972 ; 1978 ; 1979 ; 1980), notre traduction.

3. La théorie de la monnaie endogène montre que la création monétaire se fait par l'activité de crédit des banques. Elle s'appuie sur la relation entre le crédit bancaire, l'investissement privé et la production des biens. Cette théorie est abordée de manière approfondie dans le chapitre 9. Cf. également Rochon (1999).

4. Officiellement, « prix de la Banque de Suède en sciences économiques en mémoire d'Alfred Nobel ».

5. Voir chapitre 8.

6. Pour de plus amples informations sur Robinson et le temps historique, cf. Bharadwaj (1991).

7. La question du « retour des techniques » (*reswitching*, en anglais) est au cœur de la controverse entre les deux Cambridge. Elle concerne la nature et le rôle du capital, et ce faisant rejette la théorie néoclassique de la répartition et la fonction de production. Il s'agit de montrer que l'intensité capitalistique n'est pas uniquement une fonction inverse des prix des facteurs de production.

8. Cette section est largement inspirée de Rochon (2005).

9. Voir chapitre 9.

10. Voir chapitre 7.

11. Dans le même ordre d'idées, Robinson appuie sa critique de la *Théorie générale* en affirmant qu'« il aurait été beaucoup plus simple de supposer dès le départ un taux d'intérêt constant et une offre de monnaie parfaitement élastique » (1971, p. 142).

12. Voir chapitre 9.

CHAPITRE 4

Nicholas Kaldor
Le défenseur d’une économie dynamique ancrée dans l’histoire

André Lorentz

Nicholas Kaldor est un économiste britannique d'origine hongroise. Né à Budapest en 1908, il décède à Papworth Everard, dans le comté de Cambridge, en 1986. Ses contributions à l'économie post-keynésienne en font un des piliers de l'école de Cambridge, aux côtés de Michał Kalecki, Joan Robinson ou Piero Sraffa.

La carrière et la pensée économique de Kaldor se nourrissent de va-et-vient entre un parcours de théoricien et un parcours de praticien. Il étudie l'économie, d'abord à l'université Humboldt de Berlin (1925-1927), puis rejoint la London School of Economics (LSE) en 1927. Il y commence sa carrière académique comme assistant en 1932, avant de devenir conférencier en 1938. Durant cette période, il côtoie Allyn Young et John Hicks, et publie une somme d'articles d'inspiration hayeckienne qui lui assurent une réputation internationale. À partir de 1940, alors que la LSE est déplacée à Cambridge, Kaldor se rapproche des keynésiens. Keynes le pousse à s'impliquer dans la pratique des politiques économiques. De 1942 à 1944, Kaldor participe ainsi à la commission Beveridge. Il conseille par la suite plusieurs chanceliers de l'Échiquier travaillistes. À la fin de la Seconde Guerre mondiale, il quitte son poste à la LSE et conseille le gouvernement hongrois (1946) et le commissariat général au Plan français (1947). Kaldor revient à sa carrière académique en 1949, date à laquelle il rejoint le King's College à Cambridge. Il continue en parallèle ses activités de praticien en conseillant, entre 1956 et 1976, les gouvernements de plusieurs pays en développement.

Au cours des années 1950, Kaldor théorise la croissance économique comme un processus endogène, entretenu par un changement technique soutenu par l'accumulation de capital (section 1). Ces travaux posent à la fois les fondations d'une théorie post-keynésienne de la croissance et mettent en évidence les mécanismes au cœur de la théorie de la croissance endogène, plusieurs décennies avant qu'elle ne soit formulée. Au cours des années 1960, Kaldor formalise les mécanismes d'une croissance autoentretenue par la coévolution des dynamiques technologiques et de la demande effective (section 2). Dans les années 1970 et 1980, il construit autour de ces principes sa remise en cause des politiques macroéconomiques (section 3), son plaidoyer pour un système monétaire alternatif, ou encore sa critique ouverte du monétarisme (section 4).

1. Le progrès technique et les évolutions d'« un modèle de croissance »

Kaldor publie une série d'articles développant un modèle théorique de croissance (Kaldor, 1956 ; 1957 ; 1961 ; Kaldor et Mirrlees, 1962). Ces travaux montrent à la fois les limites des théories contemporaines de la croissance, notamment face aux régularités historiques, et posent les éléments d'une croissance tirée par un changement technique endogène.

1.1. L

Les travaux de Roy Harrod (1948) marquent le point de départ des théories modernes de la croissance. Harrod, en s'inspirant des travaux de Keynes et en en proposant une transcription dynamique, cherche à construire une théorie de la croissance et des cycles. Cette approche met en évidence l'existence de deux moteurs dont rien n'assure qu'ils fonctionnent de concert. D'un côté, en combinant les principes d'accélérateur de l'investissement et de multiplicateur lié à l'épargne de Keynes, Harrod révèle un taux de croissance garanti : l'accumulation du capital, assurant l'accroissement des capacités de production et donc la croissance économique, doit être soutenue par l'épargne des ménages, qui dépend de son côté de l'accroissement des revenus et donc de la croissance économique. De l'autre, Harrod met en évidence un taux de croissance naturel, qui correspond au taux d'accroissement de la force de travail combiné à l'amélioration de son efficacité dans le processus de production – c'est-à-dire la productivité du travail. Si ces deux mécanismes sont asynchrones, l'économie suivra toujours le plus faible de ces taux de croissance. Si le taux naturel dépasse le taux garanti, l'économie subira un accroissement structurel du chômage et, à l'inverse, si le taux garanti dépasse le taux naturel, l'économie subira une inflation structurelle. Pour Harrod, aucun mécanisme ne permet de synchroniser ces deux moteurs ; la croissance de long terme est donc intrinsèquement instable. En 1956, un débat s'engage alors à la suite de la publication, à quelques semaines d'intervalle, des réponses de Robert Solow (1956) – qui constitueront la première pierre de la théorie néoclassique de la croissance – et de Kaldor, montrant tous deux qu'il existe des mécanismes permettant de synchroniser ces taux de croissance. Solow oppose à l'instabilité de la croissance le fait que travail et capital sont substituables. Le processus de production s'adapte à la surabondance d'un des facteurs de production en l'utilisant pour remplacer le facteur le moins abondant. Il montre alors que la vitesse d'accumulation du capital, moteur de la croissance, se stabilise lorsque le taux d'investissement par tête atteint le ratio du capital par tête. Pour Solow, le taux d'accroissement du capital suit alors les taux de croissance de la population et de la productivité du travail – c'est-à-dire le taux de croissance naturel.

Pour Kaldor, lorsque les taux de croissance sont asynchrones, cela modifie la répartition des revenus entre les facteurs de production et, par là même, a un impact sur l'accumulation de ces facteurs de production. Ce mécanisme perdure tant que les taux de croissance restent asynchrones, jusqu'à combler l'écart entre les taux de croissance garanti et naturel, répondant ainsi à l'instabilité chronique de la croissance chez Harrod. Pour montrer cela, Kaldor distingue, d'un côté, les ménages salariés, ayant une propension à consommer élevée, et, de l'autre, les ménages capitalistes, ayant une propension à épargner élevée. Alors que, pour Keynes, la propension à épargner des ménages s'accroît simplement à mesure que les revenus augmentent, chez Kaldor, la répartition des revenus entre ces deux classes définit la

propension à épargner au niveau macroéconomique. De plus, Kaldor suppose que le taux d'investissement dépend non seulement des propensions à épargner, déterminant des ressources disponibles pour investir, mais également du taux de profit, qui définit les rentes de l'investissement. Tout mouvement asynchrone des taux de croissance garanti et naturel induit une révision du taux de profit : dès lors que l'accroissement du capital est trop rapide, la chute du taux de profit réduit les rentes des capitalistes et limite l'investissement. Cela est suffisant pour s'assurer que le taux de croissance garanti suive le taux de croissance naturel.

Kaldor (1957) juge que les théories contemporaines de la croissance sont coupées de la réalité historique. Elles expliquent les mécanismes de croissance par un ensemble de facteurs exogènes qui sont pour lui, tout au moins partiellement, interdépendants, comme le montrent un ensemble de « régularités historiques ». Ces faits deviennent incompatibles avec les théories existantes, à moins de poser des hypothèses très restrictives sur la nature du changement technique. Kaldor affirme même qu'« aucun de ces faits ne peut être expliqué de manière plausible par les constructions théoriques de la théorie néoclassique »[1] (1961, p. 179). Il entreprend de rassembler ces régularités historiques suffisamment stylisées pour servir à l'élaboration d'un modèle théorique. Il propose ainsi une liste de faits dont toute théorie de la croissance devrait tenir compte :

1. une croissance continue de la production en volume et de la productivité du travail à un taux régulier ; aucune chute de la productivité du travail n'est observée ;
2. un accroissement continu du ratio capital par travailleur, quelle que soit la mesure du capital utilisée ;
3. un taux de profit sur le capital régulier dans les sociétés capitalistes développées ;
4. un ratio capital / production régulier ; aucune hausse ou chute n'est observée à long terme ; l'accumulation du capital et la production croissent au même taux ;
5. une forte corrélation entre la part des profits dans le revenu et la part de l'investissement dans la production ; la distribution des revenus entre salaires et profits est constante ;
6. des différences notables dans les taux de croissance de la productivité du travail et dans la production totale de différentes sociétés.

1.2. I

Pour tenir compte des faits, Kaldor propose de remplacer la fonction de production par une « fonction de progrès technique ». La fonction de production, telle qu'utilisée dans la théorie néoclassique, repose de manière arbitraire et artificielle sur la substitution des facteurs de production pour un niveau de connaissance technique donné, l'amélioration des connaissances entraînant le déplacement de la fonction de production elle-même.

Or la mécanisation du processus de production accroît les connaissances techniques et la productivité du travail, mais il ne peut y avoir de mécanisation de l'activité économique s'il n'y a pas de connaissances préalables. Kaldor propose donc d'utiliser la « fonction de progrès technique » pour lier la mécanisation aux gains de productivité. Ici, le taux d'accroissement du capital physique détermine le taux d'accroissement de la productivité. Le progrès technique devient un facteur endogène et le taux de croissance naturel fonction du taux d'accumulation du capital. Nicholas Kaldor et James Mirrlees (1962) vont encore plus loin et réinterprètent cette fonction de progrès technique du point de vue microéconomique en formalisant la relation entre investissement et changement technique. D'un côté,

l'investissement dans de nouveaux équipements détermine les gains de productivité. De l'autre, l'obsolescence des équipements affecte la profitabilité et donc les décisions d'investissement.

À travers ces modèles, Kaldor fait apparaître que la nature de l'investissement explique le passage d'une phase de l'histoire du capitalisme à l'autre. Dans une première phase, qu'il compare à l'économie britannique de la première moitié du XIXe siècle, les décisions d'investissement sont contraintes par les profits, et les gains de productivité du travail ne sont pas suivis d'un accroissement des salaires. Les salaires et la demande stagnent malgré les gains de productivité. Dans une seconde phase, de capitalisme mature, organisée autour de grandes entreprises concentrant la production, les salaires suivent les gains de productivité du travail. L'investissement répond à l'expansion de la demande et les propensions à investir et à épargner déterminent les niveaux de profits. Passé un niveau plancher de capital désiré, un investissement contraint par les profits est remplacé par un investissement tiré par l'activité économique, assurant la transition entre ces deux phases du capitalisme.

2. Les principes d'une croissance cumulative

Fort de son expérience de conseiller auprès de nombreux gouvernements, Kaldor (1966 ; 1972 ; 1975 ; 1978) repense son analyse de la croissance en cherchant à découvrir des solutions à des problèmes réels (1966) et entend ne pas se contenter d'explications générales et abstraites. Le progrès technique joue toujours un rôle central mais dépasse les limites de la firme et revêt une dimension macroéconomique : les rendements d'échelle dynamiques. Lorsque ces rendements d'échelle rencontrent une demande effective en expansion, ils génèrent une réaction en chaîne assurant une croissance autoentretenue. La croissance cumulative repose sur ces deux piliers.

2.1. C

Kaldor postule que le changement technique est indissociable de l'existence de rendements d'échelle croissants. D'une part, le changement technique est une source de rendements croissants. Au niveau microéconomique, ces rendements sont liés au renouvellement des capacités de production au travers de l'accumulation de capital. La mécanisation permet des gains de productivité par l'acquisition d'un matériel plus performant. D'autre part, les rendements croissants sont un prérequis au changement technique. Au niveau macroéconomique, des gains de productivité émergent d'un mécanisme continu de transformation de la structure productive : la division macroéconomique du travail. La spécialisation croissante permet d'améliorer l'efficacité de la production et les ressources dégagées rendent possible la création de nouvelles branches d'activités[2]. Ce processus s'inscrit dans le temps, et les rendements croissants générés sont intrinsèquement dynamiques[3]. Ces dynamiques microéconomiques et macroéconomiques sont indissociables. La relation stable entre le taux d'accroissement de la productivité du travail et celui de l'activité économique, mise en évidence par les travaux empiriques de Petrus Verdoorn (1949), en est la preuve pour Nicholas Kaldor :

> [L]'existence de rendements croissants dynamiques est la principale raison pour laquelle il existe une relation empirique entre la croissance de la productivité et la croissance de la production, récemment reconnue sous le nom « loi de Verdoorn » […]. Cette relation est dynamique plutôt que statique […], principalement parce qu'elle incorpore du progrès technique et n'est pas uniquement le reflet des économies d'une production à grande échelle. (Kaldor, 1966, p. 10)

Kaldor ne formalise pas explicitement la mécanique de ces rendements croissants dynamiques et se contente de réinterpréter la loi de Verdoorn.

2.2. E

Dans la plupart des théories de la croissance, seule l'épargne permet de comprendre l'accroissement de l'activité car elle est à l'origine de l'accumulation du capital. La consommation importe peu. Pour

Kaldor, la demande effective fait le lien entre les gains de productivité et l'accroissement de la richesse. La demande effective se compose de trois éléments fortement interconnectés :

– la demande finale domestique (la consommation) ;

– la demande intermédiaire domestique (l'investissement) ;

– et la demande extérieure (les exportations).

Les interconnexions entre ces trois variables vont alors être à l'origine de réactions en chaîne au sein de l'économie.

En effet, la structure de la demande finale domestique est associée à la distribution des élasticités-revenu, et ses transformations à l'accroissement des revenus. À mesure qu'une économie croît, la structure de la consommation se modifie, favorisant les secteurs caractérisés par des élasticités-revenu les plus élevées. Kaldor distingue donc trois classes de ménages afin d'affiner son analyse par les élasticités :

– la classe des bas revenus, dont la consommation se concentre principalement sur des biens de subsistance, issus du secteur primaire et caractérisés par des élasticités-revenu faibles ;

– la classe des hauts revenus, dont la consommation est tournée vers des services caractérisés par des rendements croissants faibles ;

– la classe moyenne, dont la consommation correspond principalement aux biens manufacturiers caractérisés par des rendements croissants et des élasticités-revenu élevés.

Il met ainsi en évidence que la consommation des classes moyennes est plus encline à tirer la croissance cumulative.

Par ailleurs, la demande intermédiaire permet la transmission de la croissance à l'ensemble de l'économie. Pour répondre à l'accroissement d'activité tiré par l'expansion de la demande finale, certains secteurs doivent accroître leur capacité de production et investir. Cela relance l'activité des secteurs fournisseurs de capacité de production, qui devront eux-mêmes accroître leur capacité de production et, par ricochet, la demande intermédiaire permet l'expansion de l'activité de l'ensemble des secteurs de l'économie.

Enfin, la demande extérieure impulse la dynamique de croissance et lance la réaction en chaîne. L'accroissement de la demande finale domestique est permis par l'accroissement des revenus générés par la demande extérieure. Ces impulsions sont transmises à l'ensemble de l'économie par la demande intermédiaire. La vitesse d'accroissement des investissements induits est tirée par l'accroissement des demandes finales – domestique et extérieure. Les mécanismes de la croissance cumulative sont d'autant plus importants que l'activité économique se concentre dans les secteurs bénéficiant d'une élasticité-revenu forte.

2.3. L

L'expansion de l'activité économique par la demande – par l'investissement induit au travers des rendements croissants – soutient le changement technique et les gains de productivité. En améliorant la compétitivité de l'économie, ces gains de productivité supportent l'expansion de la demande. Le processus devient cumulatif et seuls deux schémas de croissance sont possibles. Le premier décrit un « cercle vertueux » dans lequel la réaction en chaîne lancée par la demande extérieure, soutenue par un accroissement de la compétitivité grâce aux gains de productivité, permet l'expansion de la demande domestique à la fois par une hausse des revenus et par les investissements induits. Les rendements croissants dynamiques permettent de nouveaux gains de productivité.

Le second schéma décrit un « cercle vicieux » dans lequel les rendements croissants sont trop faibles pour soutenir la compétitivité de l'économie et assurer l'expansion de la demande, qui finit par s'épuiser avant d'avoir pu lancer la réaction en chaîne. Ces deux schémas de croissance offrent à Kaldor une explication théorique au sixième fait stylisé sur la croissance : « Il existe des différences appréciables dans les taux de croissance de la productivité du travail et de la production totale des différentes sociétés » (1961, p. 3).

Kaldor nourrit ses analyses et politiques de développement économique de ces principes d'une croissance cumulative. Ils constituent également un des piliers des théories post-keynésiennes de la croissance et du développement.

3. Les politiques macroéconomiques de relance par la demande

Kaldor participe, de 1942 à 1944, à la commission Beveridge, dont les conclusions ont non seulement servi de matrice au système de redistribution mis en place au Royaume-Uni, mais ont guidé l'ensemble des politiques économiques britanniques. Proche du Parti travailliste, il est nommé à plusieurs reprises conseiller du chancelier de l'Échiquier (de 1964 à 1968, puis de 1974 à 1976) et travaille sur les questions de taxation. Dans un article de 1971, Kaldor rappelle que la science économique a toujours eu pour objet de comprendre le fonctionnement des systèmes économiques pour les améliorer en appliquant des politiques adéquates.

3.1. L

Fort de cette expérience de praticien, Kaldor (1971) pose un regard critique sur les politiques macroéconomiques des gouvernements britanniques d'après-guerre. Ces politiques sont directement inspirées du rapport Beveridge, qui met l'accent sur quatre objectifs :

1. un objectif de *plein-emploi*, représenté par un taux de chômage plafond à ne pas dépasser. Le maintien d'un niveau élevé d'emploi est l'objectif principal des gouvernements ;
2. un objectif de *balance des paiements*, représenté par un niveau plancher d'excédent commercial. Cet objectif est, à l'époque, considéré comme dépendant des traités commerciaux internationaux ;
3. un objectif de *croissance*, représenté par un niveau plancher d'accroissement du PIB. Cet objectif est réputé soutenir l'objectif de plein-emploi ;
4. un objectif d'*accroissement des salaires* ou de *politique des revenus*, en vue de contrôler l'inflation par les coûts. L'accroissement des salaires ne peut excéder l'accroissement de la productivité pour assurer la stabilité des prix.

Pour Kaldor, l'adoption presque systématique de ces objectifs de politique économique est la preuve de l'influence de Keynes et du fait que, les marchés étant inefficients, les économies doivent être régulées. La bonne gestion de l'économie se mesure à la capacité des gouvernements à atteindre simultanément ces quatre objectifs. Comme le souligne Kaldor, il est compliqué et très peu probable d'atteindre simultanément l'ensemble de ces objectifs[4]. Cette approche de la politique économique néglige, pour lui, un ensemble de contradictions macroéconomiques sous-jacentes expliquant les difficultés, voire l'échec, des politiques économiques britanniques.

Ces contradictions sont de différentes natures. La première est liée à l'inadéquation entre les objectifs et les instruments des politiques menées. Kaldor rappelle un principe simple énoncé par Jan Tinbergen en 1952 : il faut au moins autant d'instruments de politique économique que d'objectifs. Seul un nombre limité d'instruments a été utilisé, laissant trop peu de degrés de liberté pour atteindre l'ensemble des objectifs. Deux instruments ont été particulièrement négligés : les politiques de change et les politiques salariales. Si les secondes, parce qu'elles relèvent d'un consensus social, restent plus difficilement utilisables, les politiques de change constituent un instrument puissant de relance de la demande par les exportations. Le fait de les avoir négligées aurait creusé le lit de la stagnation au Royaume-Uni.

La seconde contradiction provient d'une vision trop statique de la demande effective. En ayant

recours à une approche dynamique de la demande, l'investissement ne peut plus être considéré comme une composante autonome de la demande. L'investissement répond à l'expansion des capacités de production requises par l'expansion de la demande. Il n'est donc plus tiré par la profitabilité. La demande extérieure constitue alors la seule composante autonome de la demande. Il devient ainsi possible de stimuler l'investissement domestique au travers des exportations et d'assurer le plein-emploi. Le résultat de cette politique dépend non seulement de la sensibilité du taux de croissance de la productivité du travail à la croissance des exportations et de l'investissement qu'elle induit, mais également de la sensibilité des termes de l'échange à ces changements de productivité.

Le raisonnement sur lequel s'appuie Kaldor est celui de la croissance cumulative : d'abord les gains de productivité générés par les réactions en chaîne du côté de la demande et tirés par la demande extérieure, ensuite les gains de compétitivité et l'accroissement de la demande extérieure tirée par les gains de productivité.

3.2. L

Kaldor oppose une approche de la politique macroéconomique de relance de la demande par la consommation, dans la droite ligne des travaux de Keynes, à une relance par les exportations. Le premier type de politiques ne peut stimuler l'investissement qu'au travers de la consommation des ménages. Pour Kaldor, les mécanismes qui font le multiplicateur keynésien se retrouvent alors inversés. L'accroissement des capacités productives, comme les gains de productivité, répond uniquement à la consommation domestique. La structure industrielle de l'économie est alors tournée vers la demande domestique. Un tel schéma de croissance est bien moins désirable qu'une croissance tirée par les exportations.

L'accroissement des capacités de production, nécessaire pour répondre à l'expansion de la demande par une politique de relance de la consommation, impose de se tourner, à court terme, vers l'importation de biens d'équipement. Cela détériore le solde de la balance commerciale et modifie la composition de la demande effective aux dépens de l'investissement. À terme, la structure productive ainsi modifiée souffre d'une atrophie du secteur produisant ces biens d'équipement. Ce secteur étant au cœur du progrès technique, ces transformations limitent les gains de productivité. Or la faiblesse des gains de productivité freine les exportations et continue de détériorer la balance commerciale. Pour Kaldor, ce sont les investissements induits et les exportations, plus que la consommation domestique, qui tirent l'activité manufacturière et les gains de productivité. En limitant l'expansion des exportations, en atrophiant les secteurs manufacturiers et en favorisant l'importation de biens d'investissement, une croissance tirée par la consommation domestique rend le solde extérieur structurellement déficitaire.

Pour Kaldor, les difficultés dans la gestion des objectifs macroéconomiques trouvent leur source dans ces mécanismes. Lorsque la politique de demande repose sur la politique de change plutôt que sur la politique budgétaire, son efficacité est alors moins dépendante des aléas de court terme et permet de soutenir les mécanismes d'une croissance cumulative à long terme. Malgré ce constat critique, Kaldor admet tout de même que, sans ces politiques de relance par la demande domestique, le niveau et la stabilité de l'emploi, de l'investissement et de la croissance auraient été sans doute bien moins forts.

4. La monnaie et le système monétaire international

Ce n'est que tardivement que Kaldor s'intéresse aux questions monétaires. Il les aborde sous deux angles spécifiques, mais en gardant toujours en toile de fond les mécanismes de la croissance cumulative. Il se fait tout d'abord l'avocat d'un système monétaire alternatif permettant de résoudre instabilité économique et inflation au niveau mondial. De plus, en participant aux attaques contre le monétarisme, il contribue à l'élaboration de l'analyse endogène de la monnaie.

4.1. I

Kaldor (1976) veut s'attaquer à une problématique très concrète de son temps, l'inflation. Il montre alors que l'inflation observée à partir de la fin des années 1960 trouve sa source dans l'augmentation constante du prix des matières premières. La solution pour remédier à ces épisodes inflationnistes et à la récession mondiale qui en découle doit donc passer par le contrôle du prix des matières premières. Or le FMI pourrait, dans un système monétaire international basé sur un étalon composé de matières premières, jouer ce rôle de stabilisateur des prix. Kaldor s'appuie sur le plaidoyer pour un système monétaire alternatif coécrit avec Albert Hart et Jan Tinbergen (1964). En 1944, les accords de Bretton Woods actent la mise en place d'un système monétaire international reposant sur un régime de change fixe mais ajustable. Le FMI, créé au même moment, en est le garant. Le dollar américain, choisi comme monnaie étalon, est convertible en or, et la valeur des autres monnaies est fixée par rapport au dollar. Pour fonctionner, ce système doit reposer sur deux mécanismes : une forte confiance dans la monnaie étalon du côté de la demande et un afflux régulier de devises du côté de l'offre. L'économie dont la monnaie sert d'étalon doit accepter de garantir cet afflux pour fournir une offre adéquate tout en assurant la convertibilité en or. La confiance se construit sur une monnaie forte. Or l'afflux régulier de devises implique, pour l'économie dont la monnaie sert d'étalon, une balance des transactions courantes structurellement déficitaire. L'économie en question accumule une dette extérieure, ce qui affaiblit sa monnaie. Lorsque la dette dépasse les réserves d'or, la convertibilité n'est plus assurée. Kaldor ainsi que d'autres économistes considèrent que ces contradictions fragilisent particulièrement ce système. En 1971, l'annonce par les États-Unis de la fin de la convertibilité du dollar en or leur donne raison et signe la fin de ce système monétaire.

Pour Kaldor, les objectifs monétaires domestiques et le statut de monnaie étalon sont foncièrement incompatibles. Il est nécessaire que la monnaie étalon soit démonétisée et donc isolée de son usage domestique. L'étalon doit être un médium indépendant reposant sur un support physique et convertible à discrétion. Aussi, Kaldor et ses coauteurs proposent un système monétaire alternatif dont l'étalon est un panier de matières premières. Ils prennent le parti de penser ce système autour des institutions mises en place par les accords de Bretton Woods. Le FMI émet une monnaie étalon convertible en un panier des principales matières premières échangées dans le monde. Les matières premières incluses dans le panier doivent satisfaire à quatre critères : un coût de stockage faible, une durabilité minimum, un prix reconnu au niveau mondial ; elles doivent aussi être exemptes de manipulation unilatérale – contrairement à l'or ou au pétrole, par exemple. La composition du panier correspond aux poids de ces matières premières dans les échanges commerciaux. Le FMI achète les matières premières à ses États membres et en gère les stocks au niveau mondial. La parité entre cette devise internationale et les prix de marché des matières premières

résulte des arbitrages des acteurs de ces marchés (offreurs et demandeurs) et du FMI.

Le FMI, garant du système monétaire, devient un organe stabilisateur des fluctuations économiques internationales. En cas d'offre excédentaire de matières premières, le surplus est absorbé par les stocks gérés par le FMI, limitant ainsi la chute des prix des matières premières. Sans ce mécanisme, cette chute des prix induit une réduction des revenus des pays exportateurs de matières premières. Cette perte de revenu réduit la demande dans ces pays, ce qui se répercute sur l'activité, les revenus et la demande des pays exportateurs de biens manufacturés, et entraîne une récession mondiale. En cas de demande excédentaire, la hausse du prix des matières premières est absorbée par le FMI, qui assure la stabilité des prix au niveau mondial. L'augmentation des revenus des pays exportateurs de matières premières stimule la demande de biens manufacturiers. Les pays exportateurs de biens manufacturiers voient alors leur demande augmenter sans qu'une hausse du prix des matières premières ne se répercute sur leurs coûts de production. Grâce à la réaction en chaîne caractéristique de la croissance cumulative, cet excédent stimule la demande domestique ainsi que les investissements induits et permet des gains de productivité. Par ricochet, les pays exportateurs de matières premières voient leur demande extérieure stimulée par l'accroissement de l'activité des pays exportateurs de biens manufacturiers.

4.2. K

Dans les années 1970 et 1980, Kaldor s'engage dans un combat idéologique contre la doctrine monétariste moderne. Il voit dans la diffusion des idées de Milton Friedman, père de ce courant, un véritable *fléau*. En réhabilitant les écrits de monétaristes classiques, ce dernier s'oppose directement et fondamentalement à la pensée keynésienne. Friedman et les monétaristes rassemblent un ensemble de travaux empiriques montrant la stabilité à long terme de la vitesse de circulation de la monnaie et en usent pour réhabiliter la théorie quantitative de la monnaie et l'idée que le stock de monnaie détermine le niveau de revenu monétaire. L'inflation ne peut alors qu'être un phénomène monétaire : tout mouvement du revenu nominal devant être égal à celui du stock de monnaie, si le stock de monnaie croît plus rapidement que le revenu réel, la variation du niveau général des prix doit compenser mécaniquement cette différence.

Kaldor (1982) rappelle que cette relation causale entre le revenu monétaire et le stock de monnaie est inversée : le stock de monnaie répond aux échanges au sein de l'économie et est donc défini par le niveau d'activité. L'inflation trouve ses sources dans la sphère réelle : l'inadéquation entre demande effective et disponibilité des capacités de production à court terme, les facteurs institutionnels jouant sur la formation des salaires ou du coût croissant des matières premières. Les épisodes inflationnistes depuis la Seconde Guerre mondiale ne sont en rien imputables à des changements dans les décisions des banques centrales ou des institutions bancaires modifiant l'offre de monnaie, mais sont plutôt induits par les coûts. L'inflation n'est en rien un phénomène monétaire.

Kaldor considère les preuves empiriques apportées par Friedman comme faibles et s'attache à opposer encore une fois les faits à l'argumentaire monétariste. Du point de vue théorique, le stock de monnaie détermine le niveau de revenu nominal, étant données une demande de monnaie et une vitesse de circulation stables. Le stock de monnaie ne peut alors être qu'exogène et parfaitement contrôlé par les institutions émettrices. Or Kaldor fait le constat simple que les économies capitalistes modernes sont basées sur le crédit. La monnaie en circulation résulte de la création de liquidités par le système bancaire pour satisfaire aux besoins de l'activité économique, et non pas à un stock de biens, comme le laisserait entendre la vision de Friedman. Ainsi, les hausses des besoins, du niveau désiré de la demande effective

et des anticipations faites par les agents économiques entraînent une hausse de la demande de liquidité à laquelle le système bancaire répond en émettant de la monnaie[5]. Parce que les économies modernes sont basées sur le crédit, le stock de monnaie est par nature endogène. Le revenu nominal détermine donc le stock de monnaie.

Il ne peut y avoir de contrôle quantitatif d'un stock de monnaie endogène, et le seul instrument de contrôle est le taux d'intérêt. L'élasticité au taux d'intérêt de la demande de liquidité détermine le degré de contrôle de la masse monétaire. Plus elle est faible, moins le stock de monnaie est contrôlable. Cela s'oppose frontalement à l'idée monétariste selon laquelle une demande de monnaie peu élastique aux taux d'intérêt assure la stabilité de la vitesse de circulation de la monnaie. Pour Kaldor, l'élasticité de l'offre de monnaie aux variations anticipées de l'activité économique détermine le degré de stabilité de la vitesse de circulation de la monnaie.

Enfin, parce que le stock de monnaie répond directement à la demande de liquidité, il ne peut y avoir d'offre excédentaire de monnaie et donc d'inflation au sens de Friedman. L'orthodoxie monétaire et l'apologie du laissez-faire qui découlent du raisonnement théorique de Friedman n'ont alors aucun sens pour Kaldor.

Conclusion

La construction de la pensée économique de Kaldor se nourrit des allers-retours entre une activité académique et une activité de praticien. Sa rencontre avec les keynésiens, pendant la Seconde Guerre mondiale, et l'expérience de la pratique des politiques macroéconomiques, dans l'immédiat après-guerre, trouvent une résonance méthodologique dans ses travaux académiques en le rapprochant du réel. Au cours des années 1960, il rompt définitivement avec une pensée économique axiomatique et déductive. Il adopte alors une démarche qui ne se contente plus d'être compatible avec les faits historiques mais qui se veut construite autour de régularités empiriques. Cette démarche inductive vise à élaborer une analyse et des hypothèses à partir des faits pour expliquer et résoudre ce qu'il qualifie de « problèmes réels ». Les principes de la croissance cumulative résultent de cette démarche.

Cette approche méthodologique et théorique va de pair avec une salve violente contre l'économie orthodoxe. Dans une série de travaux publiés dans les années 1970 et 1980, Kaldor entreprend d'opposer sa vision cumulative et dynamique des mécanismes économiques à l'approche statique et déconnectée du fait historique de l'économie d'équilibre. Il lui reproche, entre autres choses, une méprise quant à la fonction des marchés, institution pourtant clé de l'économie néoclassique. À une vision allocative des marchés, Kaldor oppose une fonction créatrice de ces marchés, permise par l'existence des rendements croissants dynamiques, qui rend alors illusoire la notion même d'équilibre de marché. Il va alors jusqu'à qualifier de non pertinente la notion d'équilibre et toute économie de l'équilibre. Cette même démarche pousse Kaldor à confronter, à partir des années 1970, les faits historiques et la réalité à la pensée monétariste moderne. En opposant la réalité du fonctionnement de la sphère monétaire aux mécanismes mis en avant par les théories monétaristes, Kaldor apparaît comme précurseur de la théorie post-keynésienne de la monnaie.

Qu'il s'agisse de la théorie monétariste, des théories traditionnelles de la croissance ou de la théorie néoclassique dans son ensemble, Kaldor (1975) reproche à l'orthodoxie économique d'avoir sacrifié la démarche scientifique au profit d'une vision axiomatique et abstraite.

Références bibliographiques

Harrod, R. (1948), *Towards a Dynamic Economics*, Londres, Macmillan.

Hart, A., Kaldor, N., et Tinbergen, J. (1964), *The Case for an International Commodity Reserve Currency*, memorandum présenté à la Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement.

Kaldor, N. (1956), « Alternative Theories of Distribution », *Review of Economic Studies*, vol. 23, nº 2, p. 83-100.

Kaldor, N. (1957), « A Model of Economic Growth », *Economic Journal*, vol. 67, nº 268, p. 591-624.

Kaldor, N. (1961), « Capital Accumulation and Economic Growth », reproduit dans *Further Essays on Economic Theory*, Londres, Duckworth, 1978, p. 1-53.

Kaldor, N. (1966), *Causes of the Slow Rate of Growth in the United Kingdom*, Cambridge, Cambridge University Press.

Kaldor, N. (1971), « Conflicts in National Economic Objectives », *Economic Journal*, vol. 81, nº 321, p. 1-16.

Kaldor, N. (1972), « The Irrelevance of Equilibrium Economics », *Economic Journal*, vol. 82, nº 328, p. 1237-1255.

Kaldor, N. (1975), « What Is Wrong with Economic Theory », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 89, nº 3, p. 347-357.

Kaldor, N. (1976), « Inflation and Recession in the World Economy », *Economic Journal*, vol. 86, nº 344, p. 703-714.

Kaldor, N. (1978), *Further Essays on Economic Theory*, Londres, Duckworth.

Kaldor, N. (1982), *Le Fléau du monétarisme*, trad. fr. B. Guerrien et M. Oriol, Paris, Economica, 1985.

Kaldor, N., et Mirrlees, J. (1962) « A New Model of Economic Growth », *Review of Economic Studies*, vol. 39, nº 3, p. 174-192.

Solow, R. M. (1956), « A Contribution to the Theory of Economic Growth », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 70, nº 1, p. 65-94.

Verdoorn, P. (1949), « Fattori che regolano lo sviluppo della produttività del lavoro », *L'Industria*, nº 1, p. 45-53.

Young, A. A. (1928), « Increasing Returns and Economic Progress », *Economic Journal*, vol. 38, nº 152, p. 527-542.

---

1. Pour Kaldor (1961 ; 1966), notre traduction.

2. Nicholas Kaldor fait directement référence aux travaux d'Allyn Young (1928) sur la division macroéconomique du travail comme source du progrès technique.

3. Il ne s'agit plus ici des économies d'échelle statiques trouvées par la microéconomie traditionnelle.

4. Cela est parfois réinterprété comme étant le « carré magique de Kaldor » : le niveau atteint pour chacun des objectifs correspond au coin d'un quadrilatère. Plus le quadrilatère se rapproche des valeurs cibles, qui forment un carré, plus la gestion est bonne. Le carré est

quant à lui « magique » car inatteignable.

5. Voir chapitre 9.

CHAPITRE 5

Hyman Minsky
Le théoricien de l’instabilité financière

Éric Nasica

Hyman Philip Minsky (1919-1996) est un économiste américain. Son cursus universitaire le conduit tout d'abord à étudier les mathématiques à l'université de Chicago, sa ville de naissance. Il va néanmoins s'intéresser rapidement à l'analyse économique sous l'influence de deux de ses professeurs, Oscar Lange et Henry Simons. Comme il le rappelle lui-même (Minsky, 1985), le premier – qui travaillait sur une synthèse des travaux de Marx et de l'économie néoclassique – l'a incité à étudier l'économie. De Simons, il retiendra l'intérêt pour le domaine de la finance et l'idée selon laquelle la fragilité des économies de marché est principalement induite par sa structure bancaire et financière. Il poursuit ensuite ses études à l'université Harvard, où il est l'assistant d'Alvin Hansen, un des disciples les plus connus de John Maynard Keynes aux États-Unis.

Cependant, c'est Joseph Schumpeter, notamment à travers sa *Théorie de l'évolution économique* (1911), dans laquelle les banquiers et le crédit sont des facteurs clés de la dynamique du capitalisme, qui va exercer, à Harvard, l'influence la plus marquante sur Minsky. C'est donc logiquement sous la direction de Schumpeter qu'il effectue sa thèse de doctorat, qu'il termine, après la mort de celui-ci, avec Wassily Leontief. En tant que professeur, il enseigne successivement à l'université Brown (1949-1957), à Berkeley (1957-1965) et à l'université Washington de Saint Louis (1965-1990). À partir de 1990, il est *distinguished scholar* au Levy Economics Institute of Bard College.

Ses travaux portent principalement sur le rôle joué par les structures de financement et les comportements des intermédiaires financiers sur les fluctuations économiques. Ce choix est largement lié au fait que l'économie américaine, objet d'étude privilégié par Minsky, a connu depuis la Seconde Guerre mondiale de nombreuses crises financières : *credit crunch*[1] de 1966, affaire de la compagnie de chemins de fer Penn Central en 1970, faillite de la Franklin National Bank en 1974, crise de l'argent en 1980, krach boursier d'octobre 1987, problèmes posés par le renflouement du système des caisses d'épargne en 1990-1991. Minsky a sans cesse cherché à expliquer ces phénomènes à travers un grand nombre d'articles académiques ainsi que dans trois ouvrages : *John Maynard Keynes* (1975), *Can "It" Happen Again ?* (1982), qui réunit les principaux articles de l'auteur, et *Stabiliser une économie instable* (1986).

Comme nous le verrons, Minsky a une conception endogène et financière des fluctuations économiques qui s'oppose nettement à la conception de l'instabilité économique développée par les économistes de la « nouvelle économie classique » – théorie des cycles d'équilibre (Sargent et Wallace, 1975) et théorie des cycles réels (Kydland et Prescott, 1982). Dans ces théories, l'instabilité est attribuée à des chocs exogènes – monétaires pour la théorie des cycles d'équilibre ou technologiques pour la théorie des cycles réels – qui viennent troubler l'équilibre naturel du système.

La théorie des fluctuations économiques de Minsky s'inscrit sans conteste dans le « fondamentalisme » keynésien – rôle de l'incertitude et des comportements qu'elle engendre, instabilité endogène des économies de marché, rôle de la monnaie et incidence des comportements de préférence pour la liquidité[2]. Cependant, si les idées de Keynes ont indéniablement marqué l'œuvre de Minsky, l'approche de ce dernier est également fortement influencée par d'autres courants théoriques et d'autres auteurs. Ces influences diverses, que nous rappellerons dans ce chapitre, ont conduit Minsky à construire une théorie originale des cycles d'affaires, souvent qualifiée d'« hypothèse d'instabilité financière », parfois de « *Wall Street paradigm* ».

Pour bien comprendre cette théorie, il est nécessaire de présenter successivement les trois piliers

fondamentaux sur lesquels elle repose, à savoir une vision *endogène* de l'instabilité financière fondée sur une forme particulière de rationalité (section 1), la nécessité de mettre en place des *politiques de stabilisation* pour limiter cette instabilité (section 2), le *rôle ambivalent des banques*, à la fois sources d'innovation et de fragilisation du système économique (section 3). En outre, nous verrons que l'approche de Minsky est riche d'enseignements pour les théories keynésiennes contemporaines, notamment celles qui s'intéressent à l'analyse des comportements bancaires (section 4) et à la modélisation de l'instabilité financière (section 5).

1. Une conception *endogène et financière* de l'instabilité économique

L'hypothèse d'instabilité financière est un concept central chez Minsky, qui a grandement contribué à sa notoriété[3]. Fondamentale pour sa pensée comme pour le courant post-keynésien, elle constitue le socle d'une certaine vision de la politique et du rôle de la finance dans la macroéconomie. Elle repose sur deux types de phénomènes. Le premier fait référence à un processus endogène de transition vers une fragilisation financière croissante de l'économie. Le second caractérise le passage d'une situation financièrement fragile à une situation de récession, puis de crise économique de forte amplitude.

Il est possible de résumer schématiquement cette théorie des fluctuations de la manière suivante. Durant la phase ascendante du cycle, le recours à l'endettement permet d'accroître les profits. Cette profitabilité observée améliore la confiance, incite à augmenter le financement par endettement et débouche sur une hausse de l'investissement. Cette confiance accrue affecte également de manière positive le marché des actions et diminue l'incitation à détenir une forte proportion d'actifs liquides, ce qui tend à réduire la liquidité de l'économie. Par ailleurs, dans un contexte où, dans l'esprit de la majorité des individus, la probabilité de problèmes de refinancement[4] tend à s'atténuer fortement, les agents sont incités, aussi longtemps que les taux courts sont inférieurs aux taux longs, à recourir à un financement à court terme.

Une telle situation traduit exactement, en termes minskyens, une élévation du degré de « fragilité financière » de l'économie. Ce dernier est en effet déterminé par la part relative d'agents économiques[5] « prudents », « spéculatifs » et « Ponzi »[6] dans l'économie. Cette typologie dépend de la relation entre les revenus issus de la production et les dépenses associées à la structure financière de ces agents. Pour faire bref, soulignons que, pour les agents prudents, les *cash flows* – c'est-à-dire les flux de trésorerie – espérés dépassent les charges financières – intérêt et principal – à chaque période. En ce qui concerne les agents spéculatifs, les *cash flows* permettent de payer les intérêts mais pas la totalité des charges financières. Ces agents doivent donc continuellement reconduire leur dette afin de rembourser le principal lorsque la dette arrive à échéance. Enfin, pour les emprunteurs « Ponzi », les *cash flows* ne suffisent à payer ni le principal ni les intérêts ; les agents engagés dans ce type de financement doivent alors accroître leur dette à chaque période. Dans ces conditions, l'économie est d'autant plus vulnérable – moins apte à absorber sans dommage d'éventuels chocs – que la proportion d'agents spéculatifs ou « Ponzi » est importante.

Or une économie financièrement fragile est un terreau fertile à l'émergence d'une instabilité macroéconomique de nature fondamentalement endogène. Chez Minsky, l'élément clé dans le déclenchement de la crise est une hausse des taux d'intérêt. Cette hausse est induite par une hausse conjointe du « risque du prêteur » et du « risque de l'emprunteur ». Le risque du prêteur (Minsky, 1975, p. 106 ; 1986, p. 429) renvoie clairement à la définition qu'en donne Keynes dans le chapitre 11 de la *Théorie générale* (1936, p. 157). Néanmoins, alors que chez Keynes cette notion de risque est davantage liée à la décision d'investissement et aux anticipations incertaines à long terme, l'analyse de Minsky prend explicitement en compte les différents types de financement. Au-delà du montant qui peut être autofinancé, tout niveau d'investissement implique de l'endettement, et le risque de défaut de la firme s'accroît alors avec l'investissement, ce que les banques répercutent dans les charges financières. Cette « augmentation du risque du prêteur » se caractérise par une hausse des taux d'intérêt mais également par des prêts à échéances plus courtes, une réduction du montant des prêts ou des restrictions sur les paiements de

dividendes (Minsky, 1986, p. 395).

Minsky souligne que le lien entre structure financière et conditions de financement revêt également un aspect subjectif, appréhendé à travers la notion de « risque de l'emprunteur ». Ici encore, l'auteur reconnaît sa dette à l'égard de Keynes, pour qui

> le risque de l'entrepreneur, ou emprunteur, naît des doutes qu'il conçoit lui-même quant à la probabilité d'obtenir effectivement le rendement futur qu'il espère. Lorsqu'on expose son propre argent, c'est le seul risque qui intervient. (Keynes, 1936, p. 157)

Cependant, la référence au « principe du risque croissant » mis en relief par Michał Kalecki (1937)[7] semble encore plus nette. Ce « principe » soutient en effet que le risque marginal de l'investissement en capital fixe s'accroît avec la taille de l'investissement. Kalecki donne deux raisons à ce risque marginal croissant. Il souligne en premier lieu l'exposition croissante au risque à laquelle est soumis l'entrepreneur en cas de défaillance à mesure que le ratio entre le montant de l'investissement et les fonds propres augmente[8]. La seconde raison renvoie à la hausse de l'illiquidité émergeant à mesure que des quantités croissantes de capital sont investies dans des installations industrielles qui ne peuvent pas être immédiatement reconverties en liquidités sans perte de valeur. De la même façon, dans l'approche de Minsky, le risque de l'emprunteur traduit le fait qu'au-delà du montant qui peut être autofinancé l'investissement implique des charges financières certaines, alors que les *cash flows* de la production sont, eux, irrémédiablement incertains. Par conséquent, « le risque de l'emprunteur s'accroîtra à mesure qu'augmente le poids du financement extérieur ou la diminution de la liquidité » (Minsky, 1986, p. 431). Or, puisque les prêts bancaires sont, dans une large mesure, accordés sur la base des anticipations de profits des emprunteurs, le risque bancaire s'accroît conjointement au risque de l'emprunteur. Il est donc probable qu'une augmentation de ce type de risque conduise, de la même manière qu'une élévation du risque du prêteur, à une hausse du taux d'intérêt sur les prêts bancaires.

Cette augmentation des taux d'intérêt a des conséquences dramatiques pour les agents fortement endettés ainsi que pour leurs créanciers. Des faillites en chaîne sont alors possibles, qui peuvent conduire l'économie dans une situation de crise économique et financière profonde, analogue à la situation de *debt deflation* (déflation par la dette) décrite par Irving Fisher (1933) à la suite de la Grande Dépression du début des années 1930.

Il est important de souligner que la dynamique des anticipations qui conduit l'économie à évoluer de manière endogène d'une situation de robustesse financière à un état d'instabilité financière repose sur une forme de rationalité qui présente de fortes similitudes avec l'analyse des comportements en situation d'incertitude proposée par Keynes dans *A Treatise on Probability* (1921).

Chez Minsky, les comportements des agents économiques, en particulier sur le marché du crédit, sont étudiés dans un environnement d'incertitude forte[9]. Dans son approche, la prise en compte de l'incertitude véritable conduit à une forme particulière de rationalité dans laquelle la confiance, les conventions et les « esprits animaux » jouent un rôle important. En effet, le banquier minskyen fonde son comportement sur des variables endogènes objectives et sur des éléments déterminés de manière conventionnelle ou subjective. Les variables objectives jouent dans la formation des anticipations car

> toute augmentation du nombre de débiteurs éprouvant des difficultés à honorer leurs dettes ou incapables de les rembourser incitera les banquiers au scepticisme lorsqu'il leur sera

soumis toute nouvelle demande de financement de dettes [et] entraînera une diminution des fonds à la disposition des banques. (Minsky, 1986, p. 289)

On retrouve cette même idée dans *A Treatise on Probability*, où la détermination de la probabilité logique, c'est-à-dire du « degré de croyance rationnelle » assigné à une proposition (*primary proposition*), est fonction des données objectives tirées de l'expérience.

À cet aspect objectif de la formation des anticipations des banquiers vient se greffer une composante subjective. Dans l'analyse de Minsky, elle implique que les résultats réalisés – par exemple au niveau des remboursements des prêts – peuvent modifier les décisions bancaires en matière d'octroi de crédits, indépendamment de leur adéquation aux anticipations des banques. Cela signifie en particulier que, même si les réalisations effectives viennent simplement confirmer les anticipations des banques, il est probable que ces dernières, encouragées par une confiance accrue dans leur processus de formation des prévisions, modifieront à la hausse le montant des prêts octroyés. De manière analogue, cela signifie que, plus la période durant laquelle les ratios d'endettement de l'économie se maintiennent à un certain niveau sans provoquer de crise financière est longue, plus il est probable que les banques réviseront à la hausse le degré maximum d'endettement – de leur propre bilan et de leurs emprunteurs potentiels – qu'elles jugent prudent d'accepter. Ici encore, on peut rapprocher ce raisonnement de l'argumentation keynésienne du « traité des probabilités ». En effet, Keynes souligne que, lorsqu'il n'est pas possible de déterminer le degré de croyance rationnelle, alors un autre élément, le « poids du raisonnement » (*weight of the argument*), c'est-à-dire la quantité d'information pertinente à la disposition de l'agent économique, devient l'élément clé dans la formation des anticipations. Dans ce cas, ce sont l'expérience individuelle de chaque agent économique et les « esprits animaux » qui déterminent le moment auquel le poids du raisonnement attaché à une proposition est suffisant pour faire prédominer cette dernière sur les autres.

2. La nécessité de stabiliser une économie instable

Un autre aspect important de la conception minskyenne des cycles d'affaires est le rôle joué par les politiques économiques de stabilisation de l'activité. Cette conception est développée par Minsky dès la fin des années 1950 (1957a ; 1959). Dans ces travaux, il développe une analyse qui se situe dans le prolongement des modèles d'interaction entre le multiplicateur et l'accélérateur[10] élaborés quelques années plus tôt par John Hicks (1950) et Richard Goodwin (1951). En particulier, lorsqu'on compare la forme générale du modèle de Hicks et celle proposée par Minsky, on note une grande similitude entre les deux approches. Dans les deux cas, les auteurs ont choisi de prendre en compte les non-linéarités – donc de modéliser des fluctuations persistantes – en introduisant dans leur formalisation des contraintes à l'expansion ou à la dépression, sous forme de « planchers » et de « plafonds ». Chez Minsky, les planchers et plafonds reflètent avant tout l'ensemble des mécanismes institutionnels – qualifiés de *thwarting systems* (systèmes de régulation) – mis en place par les autorités publiques afin de maintenir l'amplitude des fluctuations économiques à l'intérieur de limites supportables (Ferri et Minsky, 1992). Les fluctuations économiques observées apparaissent ainsi comme le fruit de ces rebonds répétés de la dynamique économique entre plafonds et planchers instaurés par les autorités publiques.

Dans l'analyse de Minsky, ces mécanismes prennent la forme de déficits publics – supposés maintenir le niveau des profits et des revenus au niveau macroéconomique – et d'interventions de prêteur en dernier ressort des banques centrales. Même s'ils ne permettent pas d'aboutir à une situation de plein-emploi, ces instruments aident à limiter la variabilité à la baisse des revenus et de la liquidité durant les récessions économiques et pendant les périodes où débute une crise financière.

Considérons tout d'abord le rôle du déficit budgétaire. Dans la théorie de Minsky, l'investissement est le déterminant essentiel de l'activité économique. Cet investissement est fortement influencé par le montant des profits agrégés – réalisés et anticipés. Les autorités publiques se doivent donc de limiter la variabilité des profits. Pour ce faire, elles peuvent utiliser l'outil du déficit budgétaire, qui, en soutenant la demande globale lorsque l'investissement privé fléchit, va permettre de fixer une borne inférieure – un plancher, pour conserver le vocabulaire des modèles linéaires avec contraintes – aux profits agrégés. En d'autres termes, « la politique budgétaire sera stabilisatrice si une insuffisance de l'investissement privé conduit rapidement à un déficit budgétaire et si une explosion de l'investissement entraîne rapidement un excédent budgétaire » (Fazzari et Minsky, 1984 ; notre traduction). Pour Minsky, cette stabilisation des profits réalisés et des profits anticipés est cruciale pour garantir la pérennité du système économique. Elle permet en particulier de maintenir la viabilité des structures d'endettement, et donc le niveau de l'investissement privé.

Ainsi, dans sa théorie, la stabilité de l'économie exige la présence d'un gouvernement influent (*big government*) menant une politique budgétaire très sensible aux variations des profits globaux.

Néanmoins, l'action isolée de ce type de politique peut s'avérer insuffisante lors des périodes de forte turbulence de l'activité économique. Certes, les déficits publics contrebalancent partiellement la diminution des flux de profits qui résulte d'une baisse de l'investissement, et, par ce biais, soutiennent les prix de la production courante et des biens de consommation. Cependant, ces déficits ne permettent pas directement de contrecarrer, lors d'une crise économique, la chute d'un autre type de prix, essentiel dans la théorie de l'investissement minskyenne : le prix des actifs capitaux. Ce dernier dépend de la quantité de monnaie en circulation mais également de variables plus subjectives comme la préférence pour la liquidité, le niveau d'endettement jugé acceptable par les prêteurs et les emprunteurs, ou encore les anticipations de profits des différents agents de l'économie.

Il est alors nécessaire de se tourner, de manière complémentaire, vers un second type de « mécanisme institutionnel stabilisateur » : le rôle de la banque centrale en tant que prêteur en dernier ressort. Ce type d'intervention a pour objectif principal de contrecarrer les différentes formes d'instabilité financière, y compris les plus aiguës comme les phénomènes de déflation par la dette. Pour Minsky, des phénomènes tels que le krach du marché financier d'octobre 1987 ou la débâcle des caisses d'épargne et de la Federal Savings and Loan Insurance Corporation dans les années 1980 et 1990 illustrent parfaitement ce type de scénario. Ces exemples reflètent, selon lui, par leur ampleur et par les difficultés rencontrées pour y remédier, l'idée que la stabilité du système financier ne peut se fonder exclusivement sur la politique budgétaire. Ils soulignent également la nécessité d'une interprétation étendue du rôle de prêteur en dernier ressort.

C'est pourquoi il distingue dans son approche trois aspects de ce type d'intervention. En premier lieu, en cas d'insuffisance de fonds sur le marché monétaire, synonyme en général de baisses importantes des valeurs des titres utilisés par les agents pour obtenir des liquidités, la banque centrale doit intervenir en accroissant la quantité de monnaie en circulation. En deuxième lieu, lors de la période de restructuration financière qui suit une crise, la banque centrale doit veiller à favoriser le recours à l'endettement à long terme plutôt qu'à court terme en agissant de manière adéquate sur les taux d'intérêt. Enfin, la banque centrale est chargée de guider l'évolution du système financier, à la fois par le biais de la réglementation prudentielle et par la voie du contrôle sur le système bancaire, de sorte que le poids des activités bancaires « spéculatives », notamment le recours excessif au *liability management* (gestion de passif[11]) et aux opérations hors bilan, puisse être limité.

Toutefois, pour Minsky, la mise en œuvre de la politique monétaire demeure délicate en raison des comportements adoptés par les banques commerciales. C'est cette idée que nous présentons dans la section suivante.

3. Les banques, sources d'innovation et d'instabilité

Minsky développe une analyse des banques originale par rapport à d'autres approches, plus anciennes ou plus récentes. Pour lui, les banques présentent deux caractéristiques majeures : 1. leur comportement est guidé par la quête permanente d'opportunités de profit ; 2. elles se comportent comme des entreprises innovatrices afin d'améliorer leur rentabilité.

Comme le reconnaît Minsky lui-même (1993), cette façon d'appréhender les comportements bancaires traduit l'influence de Schumpeter (1947), qui considère les banques comme des firmes entrepreneuriales qui innovent pour améliorer leur profitabilité : elles créent de nouvelles procédures de financement, de nouveaux instruments financiers et de nouvelles institutions financières, synonymes de pouvoir de marché et de rentes de monopole qui disparaissent lorsque les innovations se propagent. À l'instar de son ancien directeur de thèse, Minsky considère que les systèmes financiers évoluent en réponse aux besoins de financement des firmes emprunteuses et des investisseurs individuels, mais également en raison de l'activité entrepreneuriale des firmes financières.

La caractérisation des banques comme des firmes entrepreneuriales et innovatrices est déjà fortement présente dans le tout premier article publié par Minsky (1957b). L'auteur y met en évidence le rôle central des comportements des banques commerciales sur le marché monétaire en raisonnant sous l'hypothèse d'une banque centrale menant une politique monétaire restrictive afin de limiter l'inflation en phase d'expansion économique. L'interaction entre cette politique et les comportements adoptés par les banques de second rang va déterminer la dynamique des taux d'intérêt et la quantité de monnaie en circulation au cours de la phase ascendante du cycle.

Le mécanisme se déroule de la manière suivante. Les hausses de taux d'intérêt induites par la politique monétaire restrictive agissent tel un signal pour les opérateurs privés du marché monétaire, qui interprètent ces augmentations comme de nouvelles opportunités de profit. En particulier, dans le cas des banques commerciales américaines étudié dans cet article, la hausse des taux d'intérêt entraîne, pour les établissements disposant de réserves excédentaires, une hausse du coût d'opportunité de ces encaisses oisives. Il est donc dans leur intérêt de prêter ces réserves sur le marché des fonds fédéraux[12].

Ainsi, la hausse des taux d'intérêt crée un environnement favorable à l'émergence et au développement d'innovations bancaires sur le marché monétaire avec un recours accru aux fonds fédéraux. Or ces innovations ont une conséquence importante : elles augmentent la vitesse de circulation de la monnaie et, par là même, la quantité de monnaie en circulation – le volume des dépôts à vue augmentant pour un montant donné de monnaie centrale. Par conséquent, au cours de la période durant laquelle ces innovations bancaires se propagent, les effets de la politique monétaire restrictive sur le taux d'intérêt sont complètement contrecarrés, tandis que la vitesse de circulation et l'offre de monnaie apparaissent comme infiniment élastiques. Dans un tel contexte, l'efficacité d'une politique monétaire de contrôle des agrégats monétaires est très faible et, pour répondre à des craintes inflationnistes, la banque centrale n'a d'autre solution que d'agir directement sur la liquidité bancaire. Elle va donc essayer de diminuer suffisamment les réserves des banques afin de compenser l'augmentation de la vitesse de circulation. Cette réaction de la banque centrale aux comportements maximisateurs et innovateurs des banques commerciales a pour effet d'orienter de nouveau à la hausse le taux d'intérêt et, par conséquent, de recréer à terme l'ensemble du processus d'innovation bancaire décrit ci-dessus.

Plusieurs enseignements intéressants peuvent être tirés de l'analyse des comportements bancaires proposée par Minsky. Le premier est que cette vision de l'interaction entre les banques commerciales et la banque centrale tend à faire du taux d'intérêt une variable procyclique : les hausses de taux d'intérêt

reflètent le processus dynamique qui s'instaure entre les innovations des banques commerciales et les réactions sous forme de politique monétaire restrictive de la banque centrale au cours de la phase d'expansion de l'activité économique. Ce résultat est particulièrement important car il permet d'expliquer le passage de la phase de fragilité à la phase d'instabilité, essentiel dans la compréhension de l'hypothèse d'instabilité financière.

Apparaît aussi clairement ici l'idée d'une efficacité relativement limitée de la politique monétaire lorsqu'il s'agit de jouer le rôle de mécanisme stabilisateur. La capacité de la banque centrale à réduire l'inflation en période d'expansion économique est fortement réduite par le comportement des banques commerciales, qui sont non seulement, par les opportunités de profit, incitées à répondre aux demandes de crédits en hausse des firmes mais aussi capables d'y répondre, grâce aux innovations bancaires. Le message central en matière de politique économique qui en découle est qu'une politique monétaire utilisée isolément durant une phase de boom est relativement inefficace. Pour constituer un mécanisme stabilisateur efficace, cette politique devra être complétée par d'autres formes d'actions de la banque centrale, telles que la réglementation prudentielle, et par une politique budgétaire contracyclique active, avec un budget devenant rapidement excédentaire lorsque l'investissement, l'endettement et l'inflation sont élevés.

4. L'apport aux analyses keynésiennes de la monnaie et des banques

Les travaux de Minsky sur les comportements bancaires sont originaux au sein de l'analyse keynésienne. Ils se différencient à la fois de la vision circuitiste[13], de la conception traditionnelle post-keynésienne et de l'analyse des nouveaux keynésiens.

En premier lieu, la section 3 montre clairement que la position de Minsky relativement au statut et au comportement des banques s'avère pour le moins particulière au sein de l'approche keynésienne. En effet, le fait que les banques adoptent un comportement essentiellement guidé par la quête permanente d'opportunités de profit atténue fortement la distinction entre ces agents, les autres institutions financières et les agents non financiers. Il apparaît en particulier, sur ce point précis, un contraste net avec les *théoriciens du circuit*, pour lesquels l'existence d'une distinction nette entre banques et entreprises, fondée sur une « hiérarchie » des fonctions de ces groupes d'agents, constitue une idée clé de la théorie du circuit monétaire (Graziani, 1990).

En second lieu, l'analyse minskyenne offre une conception originale de l'endogénéité de la monnaie au sein même de *la théorie de la monnaie post-keynésienne.* Celle-ci est fréquemment fondée sur une approche « horizontaliste » (Kaldor, 1982 ; Moore, 1988) dans laquelle toute hausse de la demande de monnaie augmente la quantité de monnaie d'équilibre, mais est sans effet sur le taux d'intérêt. Pour les horizontalistes, l'offre de monnaie est endogène et s'adapte complètement et passivement à la demande de monnaie. En revanche, le taux d'intérêt est déterminé de manière exogène par la banque centrale. Chez Minsky au contraire, nous l'avons vu, les comportements des banques commerciales en réaction aux opportunités de profit et à la politique menée par la banque centrale ne permettent pas à cette dernière de fixer le taux d'intérêt au niveau qu'elle juge désirable. L'évolution de ce taux dépend en effet fortement de la succession de phases de stabilité et d'instabilité institutionnelle induite par les comportements innovateurs des banques commerciales. La conception horizontaliste de l'offre de monnaie est donc rejetée dans le schéma minskyen, où il est possible de mettre en évidence un taux d'intérêt qui ne soit pas totalement exogène au sein d'une approche endogène de la monnaie.

Enfin, l'approche de Minsky présente des différences sensibles avec l'analyse bancaire des nouveaux keynésiens en termes d'asymétrie d'information[14]. Certes, chez Minsky, les asymétries d'information ne sont pas des imperfections mineures dans un système fonctionnant par ailleurs de manière régulière, ni des hypothèses arbitraires ou *ad hoc*. Elles apparaissent au contraire comme des caractéristiques inhérentes et fondamentales des économies de marché (Minsky, 1986, p. 391-395). Elles conduisent, selon Minsky, à des comportements bancaires similaires à ceux mis en avant par les nouveaux keynésiens : prise de garanties – rôle de la richesse nette –, demande d'avenants restrictifs, application d'une prime sur les fonds externes qui accroît le prix de ces derniers par rapport au coût d'opportunité de l'autofinancement.

Il n'en demeure pas moins que, dans les travaux de Minsky, les comportements des agents économiques, en particulier sur le marché du crédit, sont étudiés dans un environnement d'incertitude forte très éloigné de l'environnement de risque probabiliste des travaux des nouveaux keynésiens. Il en découle que l'analyse minskyenne est beaucoup plus générale que l'approche proposée par la nouvelle économie keynésienne. La prise en compte de l'incertitude conduit les banques, indépendamment de toute référence à l'aspect « symétrique » ou non de l'information, à adopter un éventail de comportements qui va bien au-delà de la simple émergence d'un rationnement quantitatif sur le marché du crédit. D'autres comportements et d'autres variables, négligés par les nouveaux keynésiens, sont ainsi ramenés au premier

plan par Minsky : les ratios d'endettement jugés acceptables, les variations de l'état de la confiance et de la préférence pour la liquidité des banques et l'apparition subséquente d'une instabilité financière et endogène.

5. Minsky et les modélisations de l'instabilité financière

À partir des années 1980, des travaux post-keynésiens ont cherché à modéliser la vision minskyenne de l'instabilité financière. Ils ont bénéficié du développement et de la diffusion parmi les économistes des travaux mathématiques sur les systèmes dynamiques non linéaires et sur la théorie du chaos. On peut noter que Minsky, dans ses derniers écrits, s'est lui-même intéressé aux modèles non linéaires et à leur capacité à engendrer des fluctuations macroéconomiques similaires à celles décrites par l'hypothèse d'instabilité financière (Ferri et Minsky, 1992).

Deux grandes idées caractérisent ces modèles. La première est que les variations des fondamentaux réels de l'économie – technologie, préférences ou dotations initiales – ne sont pas les seuls – ni même les principaux – facteurs d'instabilité de l'activité économique. Ces modèles introduisent des variables déterminant la structure financière de l'économie, tels que les ratios d'endettement choisis par les agents économiques, dans des modèles macroéconomiques keynésiens ou kaleckiens. Ces variables jouent un rôle central dans l'apparition et / ou l'amplification des fluctuations économiques. La seconde idée est que ces modèles sont sous-tendus, dans la lignée de l'approche de Minsky, par une vision endogène des fluctuations économiques rendue possible par la structure non linéaire des formalisations[15].

Conclusion

Ce bref panorama des travaux de Minsky nous semble porteur d'enseignements fondamentaux, tant pour les théoriciens que pour les décideurs politiques. Depuis les années 1980, les crises sont en grande partie basées sur des enchaînements similaires à ceux proposés par Minsky dans son analyse des interactions entre banque centrale et banques commerciales, et dans celle de l'efficacité limitée des politiques monétaires. Il suffit de rappeler les difficultés rencontrées par la Réserve fédérale des États-Unis pour prévenir la montée de l'instabilité financière durant la période 2000-2007, en raison du rôle actif des banques commerciales américaines, tant en termes d'innovations que de gestion de bilans plus risqués[16]. De la même manière, les comportements de préférence pour la liquidité des banques de second rang, qui se sont traduits par la non- activation de leurs immenses réserves excédentaires, ont fortement annihilé la politique accommodante de la Banque centrale européenne sur le marché monétaire dans la période d'après-crise, réduisant la quantité de monnaie et de crédit en circulation et freinant la reprise de la croissance.

Au-delà de ces considérations empiriques, l'intérêt de s'intéresser à l'approche de Minsky est également lié au traitement insatisfaisant des relations de financement au sein des modèles macroéconomiques les plus utilisés, successivement incarnés par la synthèse classico-keynésienne, la théorie des cycles d'équilibre, puis la théorie des cycles réels. Ces théories n'ont pas su rendre compte des phénomènes d'instabilité financière en raison du rôle secondaire voire inexistant accordé aux variables financières dans leurs formalisations. Une critique similaire peut être adressée aux modèles dynamiques d'équilibre général en univers stochastique[17] (Woodford, 2003), qui se sont imposés dans le monde académique, et plus encore dans les départements de recherche des banques centrales ou au Fonds monétaire international. Ces modèles ne peuvent pas traiter de tout un ensemble de phénomènes comme la procyclicité du crédit ou des niveaux de levier financier, dont la dernière crise en date, celle de 2007-2008, a de nouveau révélé qu'ils jouaient un rôle central dans la genèse de l'instabilité financière.

Des économistes de premier plan (Stiglitz, 2011 ; Krugman 2009) ont souligné que, si les économistes, dans leur grande majorité, n'ont pas vu venir la crise financière, c'est simplement parce que les modèles qu'ils utilisaient communément n'intégraient pas les enchaînements dont la combinaison a provoqué un choc d'une telle ampleur. L'une des raisons principales mises en avant par ces auteurs pour expliquer cette défaillance est le manque d'attention porté au rôle des variables et intermédiaires financiers, qui sont *a contrario* au centre de l'hypothèse d'instabilité financière minskyenne.

Références bibliographiques

Fazzari, S., et Minsky, H. P. (1984), « Domestic Monetary Policy : If Not Monetarism, What ? », *Journal of Economic Issues*, vol. 18, nº 1, p. 101-116.

Ferri, P., et Minsky, H. P. (1992), « Market Processes and Thwarting Systems », *Structural Change and Economic Dynamics*, vol. 3, nº 1, p. 79-91.

Fisher, I. (1933), « The Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Econometrica*, vol. 1, nº 4, p. 337-357.

Goodwin, R. (1951), « The Nonlinear Accelerator and the Persistence of Business Cycles », *Econometrica*, vol. 19, nº 1, p. 1-17.

Graziani, A. (1990), « The Theory of the Monetary Circuit », *Économies et sociétés*, vol. 24, nº 2, p. 7-36.

Hicks, J. R. (1950), *A Contribution to the Theory of the Trade Cycle*, Oxford, Clarendon Press.

Kaldor, N. (1982), *Le Fléau du monétarisme*, trad. fr. B. Guerrien et M. Oriol, Paris, Economica, 1985.

Kalecki, M. (1937), « The Principle of Increasing Risk », *Economica*, vol. 4, nº 16, p. 440-447.

Keynes, J. M. (1921), *A Treatise on Probability*, reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 8.

Keynes, J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, trad. fr. J. de Largentaye, Paris, Payot, 1995 et Payot & Rivages pour l'édition corrigée, 2017.

Krugman, P. (2009), « How Did Economists Get It So Wrong ? », *New York Times*, 6 septembre.

Kydland, F. E., et Prescott, E. C. (1982), « Time to Build and Aggregate Fluctuations », *Econometrica*, vol. 50, nº 6, p. 1345-1370.

Minsky, H. P. (1957a), « Monetary Systems and Accelerator Models », *American Economic Review*, nº 47, p. 859-863.

Minsky, H. P. (1957b), « Central Banking and Money Market Changes », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 71, nº 2, p. 171-187.

Minsky, H. P. (1959), « A Linear Model of Cyclical Growth », *Review of Economics and Statistics*, vol. 41, nº 2, p. 137-145.

Minsky, H. P. (1975), *John Maynard Keynes*, New York (N. Y.), Columbia University Press.

Minsky, H. P. (1977), « The Financial Instability Hypothesis : An Interpretation of Keynes and an Alternative to "Standard" Theory », *Nebraska Journal of Economics and Business*, vol. 16, nº 1, p. 5-16.

Minsky, H. P. (1982), *Can "It" Happen Again ?*, Armonk (N. Y.), Sharpe.

Minsky, H. P. (1985), « Beginnings », *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. 154, p. 211-221.

Minsky, H. P. (1986), *Stabiliser une économie instable*, trad. fr. A. Verkaeren, révision S. Charles et A. Lalucq, Paris, Institut Veblen-Les petits matins, 2015.

Minsky, H. P. (1993), « Schumpeter and Finance », dans S. Biasco, A. Roncaglia et M. Salvati (dir.), *Markets and Institutions in Economic Development : Essays in Honour of Paolo Sylos Labini*,

New York (N. Y.), St Martin's Press, p. 103-115.

Moore, B. J. (1988), *Horizontalists and Verticalists : The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, Cambridge University Press.

Nasica, É. (2000), *Finance, Investment and Economic Fluctuations : An Analysis in the Tradition of Hyman P. Minsky*, Cheltenham, Edward Elgar.

Sargent, T. J., et Wallace, N. (1975), « "Rational" Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule », *Journal of Political Economy*, vol. 83, nº 2, p. 241-254.

Schumpeter, J. A. (1911), *Théorie de l'évolution économique. Recherche sur le profit, le crédit, l'intérêt et le cycle de la conjoncture*, trad. fr. J.-J. Anstett, Paris, Dalloz, 1935.

Schumpeter, J. A. (1947), « The Creative Response in Economic History », dans *Essays of J. A. Schumpeter*, éd. R. V. Clemence, Cambridge (Mass.), Addison-Wesley, 1951, p. 221-231.

Stiglitz, J. E. (2011), « Rethinking Macroeconomics : What Failed and How to Repair It ? », *Journal of the European Economic Association*, vol. 9, nº 4, p. 591-645.

Woodford, M. (2003), *Interest and Prices Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton (N. J.), Princeton University Press.

---

1. Un *credit crunch*, ou resserrement du crédit, désigne une réduction drastique de l'offre de crédit ou une forte hausse des coûts liés à l'endettement – hausse des taux d'emprunt, besoin de fortes garanties pour obtenir un prêt, etc.

2. Ces différents concepts de l'analyse de Keynes sont présentés au chapitre 1.

3. La notion d'hypothèse d'instabilité financière apparaît dès la fin des années 1970 dans plusieurs articles publiés par l'auteur, en particulier dans le *Nebraska Journal of Economics and Business* (Minsky, 1977).

4. Le refinancement de dette est le fait de contracter de nouveaux emprunts pour rembourser ses dettes actuelles. Si les taux d'intérêt du marché sont favorables aux emprunteurs, cette opération permet d'obtenir de meilleures conditions de remboursement. Dans le cas contraire, le refinancement alourdit les charges financières de l'emprunteur.

5. Dans les écrits de Minsky, l'expression « agents économiques » renvoie non seulement aux entreprises mais aussi aux banques, dont l'évolution de la structure financière au cours du cycle économique est centrale dans l'hypothèse d'instabilité financière (Minsky, 1986).

6. Une « chaîne (ou pyramide) de Ponzi » est un montage financier frauduleux qui consiste à rémunérer les investissements des clients essentiellement par les fonds procurés par les nouveaux entrants. Elle tient son nom de Charles Ponzi, devenu célèbre pour avoir mis en place une opération basée sur ce principe qui a ruiné des épargnants bostoniens dans les années 1920.

7. Voir chapitre 2.

8. Un exemple simple illustre cette idée : supposons qu'une entreprise voie la valeur de ses actifs diminuer de 10 %. Si elle finance son actif de 100 euros entièrement sur fonds propres, ces derniers seront réduits à 90 euros, soit une baisse de 10 %. Si le montant de l'investissement augmente et s'élève à 500 euros et que l'entreprise décide de financer les 400 euros supplémentaires par la dette, alors une baisse de 10 %, soit 50 euros, de ses actifs entraînera une diminution de moitié de ses fonds propres.

9. « Les risques supportés par les banquiers ne sont pas des phénomènes de probabilité objective ; il faudrait plutôt parler de relations d'incertitude évaluées de manière subjective » (Minsky, 1986, p. 522).

10. Le mécanisme de l'accélérateur montre que toute variation de la demande entraîne des variations amplifiées de l'investissement sous certaines conditions, comme la pleine utilisation des capacités de production et la stabilité du coefficient de capital – capital / production.

11. La gestion de passif implique en effet des choix, en particulier en termes de maturité des dettes – raccourcissement des échéances – ou d'innovations financières, qui peuvent fragiliser les bilans bancaires (cf. Minsky, 1986).

12. Aux États-Unis, les fonds fédéraux (*federal funds*) sont les fonds – réserves obligatoires et fonds en excès de ces réserves – déposés par les banques commerciales auprès de la Réserve fédérale. Ces réserves ne sont pas rémunérées. La Réserve fédérale a créé un marché permettant aux détenteurs de fonds fédéraux dont les réserves obligatoires sont temporairement insuffisantes d'emprunter directement auprès de ceux qui en ont en excès.

13. Voir chapitre 7.

14. La « nouvelle économie keynésienne » est un courant de pensée économique apparu dans les années 1980 en réponse à la « nouvelle économie classique ». L'idée générale est que, malgré la rationalité des agents, les processus de formation des prix sur les marchés peuvent être inefficients : les marchés échouent dans leur rôle qui consiste à allouer efficacement les ressources. Il y a des défaillances de marché sous forme de rigidités de prix généralement induites par des imperfections dans l'information à la disposition des agents. En particulier, sur le marché du crédit, les asymétries d'information entre banques et emprunteurs sont source d'anti- sélection et d'aléa moral qui peuvent créer un rationnement de l'offre de crédit.

15. Pour une présentation plus détaillée de ces modèles minskyens, cf. Nasica (2000).

16. Les innovations ont pris différentes formes comme les CDO et les CDS. Un *collateralized debt obligation* ou CDO est une structure de titrisation d'actifs financiers : titres représentatifs de portefeuilles de créances bancaires ou d'instruments financiers de nature variée. Ces produits sont issus de montages complexes, répondant à différents besoins tels que réduire les coûts de refinancement ou se défaire du risque de crédit. Les *credit default swaps* ou CDS sont des contrats de protection financière entre acheteurs et vendeurs. L'acheteur de protection verse une prime au vendeur de protection, qui promet de compenser les pertes de l'actif de référence en cas d'événement de crédit – l'incapacité d'un débiteur à faire face à ses engagements financiers – précisé dans le contrat. La situation du vendeur, contraint de faire un paiement contingent éventuellement très élevé en cas de défaut de paiement, peut donc s'avérer extrêmement risquée. Parallèlement, les leviers bancaires ont augmenté fortement durant la période.

17. Les modèles d'équilibre général dynamique stochastique sont issus d'une extension de la théorie de l'équilibre général. L'objectif est de modéliser les variables macroéconomiques telles que la croissance, l'inflation, le chômage… La partie stochastique consiste à introduire des chocs aléatoires exogènes modélisant la croissance et / ou la politique monétaire.

CHAPITRE 6

Les courants et fondements théoriques de l'analyse post-keynésienne

Marc Lavoie et Jean-François Ponsot

Le post-keynésianisme est une école de pensée économique hétérodoxe qui s'est développée à partir du milieu des années 1950. Il trouve ses principales origines parmi les économistes de l'université de Cambridge fortement influencés par les travaux de John Maynard Keynes.

Au départ, ses principaux représentants étaient qualifiés de néo- keynésiens ou regroupés sous les étiquettes « école anglo-italienne », ou encore « école de Cambridge » de l'économie keynésienne. Ces économistes acquirent une certaine renommée à la suite des controverses sur le capital (Lavoie, 1987), mais surtout avec les modèles de croissance et de répartition à la Kaldor-Pasinetti (Baranzani et Mirante, 2013)[1], en proposant une alternative à la théorie néoclassique fondée sur la productivité marginale. L'objet principal était alors de compléter les travaux de Keynes en intégrant l'accumulation du capital et le long terme dans l'analyse – on reconnaît là l'influence majeure de Joan Robinson (1956).

S'il est vrai que Nicholas Kaldor et Joan Robinson ont parfois parlé d'approche « post-keynésienne », expression écrite avec un trait d'union, ce sont les échanges entre Alfred Eichner et Joan Robinson, au début des années 1970, qui vont lancer la diffusion du nom de cette école de pensée (Lee, 2000). Jan Kregel (1973) l'inclut tel quel dans le sous-titre de son ouvrage consacré à l'école keynésienne de Cambridge. Eichner et Kregel (1975) reprennent l'expression pour le titre de leur article de synthèse dans le *Journal of Economic Literature*. Enfin, étape décisive, Paul Davidson et Sidney Weintraub, lesquels dès les années 1960 avaient remis en cause la synthèse néoclassique proposée par les keynésiens américains, créent le *Journal of Post Keynesian Economics*, en 1978. Le trait d'union avait été omis afin de bien montrer que la revue voulait se donner un mandat plus large, intégrant à la fois certains travaux des économistes radicaux et ceux de certains keynésiens de formation néoclassique comme James Tobin, Robert Eisner ou John Hicks, et qu'elle allait aussi aborder les questions monétaires, un thème que Davidson jugeait insuffisamment traité, à la fois par les keynésiens de Cambridge et par les keynésiens américains[2].

La première section de ce chapitre propose une vision synthétique des cinq différents courants de l'école de pensée post-keynésienne. La deuxième section montre qu'en dépit des différences il existe un socle unifiant ces approches. Enfin, la dernière section interroge le rapport des post-keynésiens à l'hétérodoxie et aux autres écoles de pensée ayant une proximité théorique et épistémologique.

1. Les cinq courants post-keynésiens

La classification des courants post-keynésiens la plus connue et la plus reprise est celle d'Omar Hamouda et Geoffrey Harcourt (1988). Elle repose sur la distinction de trois branches, que nous complétons ici à l'aide des travaux de Philip Arestis (2013), avec Malcolm Sawyer (1993), de Marc Lavoie (2014), avec Eckhard Hein (2015), et de John King (2015).

1.1. L

Ils sont également appelés *post-keynésiens marshalliens* (Arestis et Sawyer, 1993), *post-keynésiens fondamentalistes* (Lavoie, 2014 ; King, 2015), *keynésiens financiers*, ou encore regroupés dans *l'école de Keynes* (Davidson, 1982). Leurs thèmes de recherche privilégiés sont l'économie monétaire de production, l'instabilité et la fragilité du système financier, la préférence pour la liquidité et l'incertitude fondamentale. Hamouda et Harcourt (1988) les qualifient de post-keynésiens « américains » car les premiers représentants de ce courant – Sidney Weintraub, Paul Davidson, Victoria Chick, Basil Moore, Hyman Minsky, Jan Kregel – ont des origines américaines ou ont été formés aux États-Unis. Ce n'est toutefois plus forcément le cas aujourd'hui pour les représentants actuels de ce courant – par exemple, Fernando J. Cardim de Carvalho, Giuseppe Fontana, Edwin Le Héron.

1.2. L

Comme Josef Steindl – élève de Michał Kalecki – et Joan Robinson, ils considèrent que les travaux de Kalecki étaient plus riches que ceux de Keynes en vue de construire une théorie alternative. Keynes avait bien distingué travailleurs et capitalistes dans la *Théorie générale*, mais les kaleckiens considèrent qu'il n'avait pas pris toute la mesure de cette distinction essentielle, contrairement à Kalecki. Cette branche coïncide avec celle des robinsoniens dans la typologie dressée par Arestis (1996). Ce courant est très fécond aujourd'hui. Il regroupe notamment Malcolm Sawyer, Amitava Dutt, Engelbert Stockhammer, Eckhard Hein, Robert Blecker, Steve Fazzari, Lance Taylor, Servaas Storm, Jan Toporowski, etc. Parmi les objets de recherche privilégiés par ce courant, on retiendra les cycles économiques, la croissance, la théorie des prix. Une attention particulière est accordée aux conflits de répartition des revenus et, dans une perspective plus marxiste, à la formation du profit. Il est à noter qu'une large part des travaux kaleckiens s'inscrit dans une démarche empirique et même économétrique, à l'instar de ceux de Kalecki, se démarquant de la vision un peu caricaturale selon laquelle les post-keynésiens seraient réticents à l'idée d'utiliser des instruments quantitatifs.

1.3. L

Ils sont les héritiers de Piero Sraffa, se situant dans le sillage de Piero Garegnani et Luigi Pasinetti. La focale est mise ici sur les prix relatifs dans les systèmes de production multisectoriels, les choix technologiques, la théorie du capital et les équilibres de long terme. L'inclusion des représentants de ce

courant parmi les post-keynésiens ne fait pas nécessairement consensus : King (2015), par exemple, ne les intègre toujours pas dans sa typologie. Il faut dire que les controverses sur la théorie du capital menées par l'école keynésienne de Cambridge, dans les années 1960[3], sont la conséquence directe des travaux critiques de Sraffa. Il y a donc une forme d'héritage historique dans la relation entre Sraffa et les post-keynésiens. Par ailleurs, la plupart des sraffaïens contemporains – en particulier Sergio Cesaratto, Gary Mongiovi, Massimo Pivetti et Franklin Serrano – partagent les mêmes positions que les post- keynésiens sur la relation de causalité entre investissement et épargne, le rôle de la demande effective à court et à long terme, ainsi que sur l'endogénéité de l'offre de monnaie. Plus récemment, on a vu apparaître des convergences de points de vue entre, d'une part, les travaux post- keynésiens sur l'environnement et l'écologie, et, d'autre part, les analyses des systèmes de production multisectoriels des sraffaïens, particulièrement adaptées à l'évaluation de l'impact de la production sur l'utilisation des ressources naturelles et la pollution.

La classification de Hamouda et Harcourt (1988) a l'avantage d'être simple. Elle a cependant trois inconvénients majeurs. Tout d'abord, elle est centrée *a priori* sur les auteurs anglo-saxons, alors que l'école post-keynésienne regroupe aujourd'hui des chercheurs d'Europe continentale, latino-américains, asiatiques, etc.

Elle oublie par ailleurs de nombreux auteurs post-keynésiens qui sont devenus des chefs de file, ou des courants qui mériteraient à eux seuls l'ajout d'une nouvelle branche dans la classification : John Kenneth Galbraith, Nicholas Kaldor, Richard Goodwin, Wynne Godley, les *circuitistes*[4], etc. Arrêtons-nous un instant sur ces derniers, pour illustrer les limites de la taxonomie de Hamouda et Harcourt. Emmenés par Augusto Graziani, Alain Parguez, Alain Barrère, Frédéric Poulon, Bernard Schmitt, Claude Gnos et Sergio Rossi, les circuitistes seraient proches du courant « fondamentaliste » (Lavoie, 2014, p. 39). Mais ils ont de nombreux points communs avec le deuxième courant, celui des kaleckiens (Arestis et Sawyer, 1993 ; Lavoie, 2014). Les circuitistes accordent de plus une importance aux rapports de pouvoir et aux institutions – l'endogénéité de la monnaie est une hypothèse centrale et le circuit repose sur l'articulation étroite entre les trois « pôles » que représentent les banques, les entreprises et les ménages. Or ces thématiques n'apparaissent nullement dans les questions prioritaires abordées par les trois branches de Hamouda et Harcourt. Dès lors, on peut se demander où caser, en définitive, les circuitistes dans cette classification ?

Enfin, les trois courants de Hamouda et Harcourt (1988) excluent, comme on le verra plus loin, des auteurs *a priori* rattachés à d'autres écoles hétérodoxes, mais dont les travaux convergent plus ou moins vers le noyau dur du programme de recherche post-keynésien : certains institutionnalistes, les régulationnistes, voire les (néo-)structuralistes, etc.

Compte tenu de ces insuffisances, il convient de remodeler la classification des courants post-keynésiens. Aux trois courants précités, on doit alors en ajouter deux autres : celui des kaldoriens (en reprenant Lavoie, 2014 ; Hein et Lavoie, 2018) et celui des post-keynésiens institutionnalistes (à l'instar d'Arestis et Sawyer, 1993 ; d'Arestis, 1996 ; de Lavoie, 2014 ; et de Hein et Lavoie, 2018).

Tableau 6.1. Taxonomie des courants post-keynésiens (PK)

Hamouda et Harcourt (1988)	*Arestis et Sawyer (1993)*	*Lavoie (2014)*	*King (2015)*
PK américains	PK marshalliens	PK fondamentalistes	Keynésiens fondamentalistes

Kaleckiens	Robinsoniens	Kaleckiens	Kaleckiens
Sraffaïens	Sraffaïens	Sraffaïens	
		Kaldoriens	
	PK institutionnalistes	PK institutionnalistes	
			Minskyens

1.4. L

Ils trouvent les fondements de leur analyse chez Nicholas Kaldor, Wynne Godley, Richard Goodwin, Roy Harrod et John Cornwall. Les thèmes privilégiés sont la croissance économique, les processus cumulatifs, les régimes de productivité et les contraintes monétaires. Les héritiers de ces approches fondatrices sont notamment John McCombie, Tom Palley, Peter Skott et Mark Setterfield en macroéconomie, ou Anthony Thirlwall en économie du développement. Il faut noter l'accent mis sur les contraintes en économie ouverte, telles que la contrainte de balance des paiements. La méthodologie employée s'appuie parfois sur l'identité macroéconomique fondamentale selon laquelle la somme du solde financier privé – l'écart entre l'épargne et l'investissement privé – et du solde budgétaire public – l'écart entre les revenus de taxation et les dépenses gouvernementales – est nécessairement égale au solde du compte courant extérieur. Cette identité macroéconomique est à la source des travaux de Wynne Godley, menés au département d'économie appliquée de Cambridge, puis au Levy Economics Institute.

Aussi, associée à Godley (Godley et Lavoie, 2007), la modélisation SFC (modèles stocks-flux cohérents) est très largement développée en France par la jeune génération post-keynésienne[5]. Elle constitue un cadre méthodologique général dans lequel les principaux développements post-keynésiens depuis le début des années 2000 – monnaie endogène, approches kaleckienne et kaldorienne de la croissance et de la répartition, approche minskyenne de l'instabilité financière – sont intégrés. Les économistes post-keynésiens sont donc aujourd'hui en mesure d'étudier simultanément les dimensions réelle et financière de l'économie, et, partant, de contribuer à une analyse plus complète de l'économie monétaire de production. Cette approche s'est généralisée à l'étude de modèles à plusieurs pays ou de modèles multi-agents[6].

1.5. L

Dès les années 1970, un certain nombre d'économistes institutionnalistes connus, comme Wallace Peterson, Robert Brazelton et Dudley Dillard, prônent un rapprochement avec les post-keynésiens. Arestis et Sawyer (1993) font référence à Thorstein Veblen et citent Geoffrey Hodgson, considérant que bâtir un pont avec les post-keynésiens pourrait contribuer à fournir des outils, concepts et méthodes bien utiles afin de consolider la microéconomie post-keynésienne. Frederic Lee s'inscrit dans cette perspective, dans ses études sur le processus de fixation des prix (1998). D'autres facteurs ont contribué au rapprochement. L'entrée au *Journal of Post Keynesian Economics* de John Kenneth Galbraith a certainement joué un rôle

déterminant, de même que la diffusion dans les cercles post-keynésiens des travaux de son fils James Galbraith.

Une autre connexion est à trouver avec l'analyse des conventions et l'approche institutionnaliste monétaire française, qui mettent l'accent sur les comportements mimétiques. Les travaux d'André Orléan (1998) sur le mimétisme des anticipations et la rationalité autoréférentielle sur les marchés financiers reprennent les travaux de Keynes sur la spéculation. L'approche MMT (*modern monetary theory* – théorie monétaire moderne), bien que relativement récente, fournit une large part des travaux post-keynésiens institutionnalistes contemporains. Ces travaux s'inspirent de trois groupes d'auteurs : les chartalistes du début du XXe siècle – Georg Friedrich Knapp, Mitchell Innes –, Abba Lerner et sa théorie de la finance fonctionnelle, élaborée dans les années 1940, et Hyman Minsky avec son hypothèse de fragilité financière. Emmenés par Randall Wray, Stephanie Bell-Kelton, Pavlina Tcherneva, Éric Tymoigne et Scott Fullwiler, les partisans de la théorie monétaire moderne, qu'on appelle aussi les néochartalistes, mettent l'accent sur le lien institutionnel entre le gouvernement et la banque centrale, le rapport des agents économiques à la monnaie, l'organisation des systèmes de paiement et les « régimes monétaires souverains » (Wray, 2012). Ils en déduisent une théorie de l'État employeur en dernier recours[7] (Lavoie, 2009).

Cinq courants composent ainsi l'école post-keynésienne. Il convient cependant de mesurer les écueils auxquels se heurte toute taxonomie. Nous l'avons vu dans le cas des circuitistes. D'autres auteurs se situent à la croisée de plusieurs branches : il est parfois difficile de prendre en considération l'éclectisme et la pluralité des auteurs post-keynésiens, malgré la mise en évidence de ces cinq courants bien identifiés. Ce phénomène d'hybridation concerne aussi bien des post-keynésiens seniors – par exemple, Philip Arestis, Geoffrey Harcourt, Marc Lavoie, Edward Nell, Steve Keen – que des plus jeunes – par exemple, Louis-Philippe Rochon, Matías Vernengo ou Mathew Forstater. Il témoigne de la richesse et de la variété des travaux post-keynésiens contemporains.

2. Les fondements de l'analyse post-keynésienne

Une des principales difficultés pour définir le post-keynésianisme provient du fait que les membres fondateurs ne se sont guère attachés à définir les fondements du nouveau paradigme, comme le déplore Pasinetti (2007). Eichner et Kregel (1975) ont été les premiers à tenter de répertorier de manière systématique les piliers du nouveau paradigme post-keynésien. La tâche n'est pas aisée. Lavoie (2014, p. 34) énumère quinze caractéristiques spécifiques à l'analyse post-keynésienne, mais souligne aussitôt la portée limitée de cette entreprise : cette liste combine des registres différents, mêlant pêle-mêle préceptes méthodologiques, hypothèses théoriques et prescriptions de politiques.

Afin de faciliter la tâche, deux procédés sont couramment utilisés pour contourner cet écueil. Le premier consiste à identifier ce que l'analyse post-keynésienne a en commun avec l'hétérodoxie ; le second vise à préciser ce qu'elle rejette de l'analyse économique standard.

2.1. P

Nous commençons par identifier cinq préceptes qui sous-tendent et ainsi opposent les programmes de recherche hétérodoxe et orthodoxe.

1) La première opposition est de nature ontologique (ou épistémologique) : les hétérodoxes appréhendent le monde sur un mode réaliste (« réalisme critique »), tandis que les orthodoxes s'inscrivent dans une démarche « instrumentaliste » à la Milton Friedman : le réalisme des hypothèses importe peu ; ce qui compte, c'est la cohérence et la solidité du raisonnement prédictif. Sur ce premier point, les post-keynésiens sont bien hétérodoxes. Une obsession chez eux est, en effet, d'inscrire leur analyse dans le « monde réel » et non dans un monde imaginaire.

2) Vient ensuite la divergence se rapportant à la rationalité des agents : l'hétérodoxie suppose que les agents économiques cherchent simplement à rencontrer certaines normes et qu'ils s'ajustent graduellement lorsque ces normes ne sont pas atteintes : c'est la « rationalité raisonnable » ; l'orthodoxie repose sur des agents optimisateurs, dotés d'énormes connaissances et capacités de calcul, qui opèrent dans le monde irréaliste correspondant à la théorie néoclassique, comme dans le cas de la théorie des anticipations rationnelles ou de celle des marchés financiers efficients.

3) Le troisième clivage est bien connu. Il concerne la méthodologie de recherche employée : méthode « holiste » et « organiciste » pour l'hétérodoxie, individualisme méthodologique dans l'orthodoxie. Toutes sortes de paradoxes macroéconomiques, ignorés par l'orthodoxie, surgissent chez les hétérodoxes. Ce qui est vrai pour un individu ne sera pas nécessairement vrai pour l'ensemble des individus ; par exemple, une épargne accrue va enrichir un individu mais affaiblir l'ensemble de l'économie.

4) Le « noyau dur économique » constitue le quatrième point de dissemblance : le corpus théorique de l'hétérodoxie repose sur le *triptyque économie de production-croissance-abondance des ressources à répartir*, alors que l'orthodoxie raisonne dans une économie d'échange où se pose la question de l'allocation de ressources rares.

5) Enfin, hétérodoxes et orthodoxes ne partagent pas le même « noyau dur politique » (Lavoie, 2014, p. 12). Cela s'apparente à un clivage profondément idéologique, car l'opposition repose, *in fine*, sur la conception du marché et de l'État. Les premiers supposent que les marchés sont inefficients ou instables et considèrent qu'on ne peut se passer de l'intervention de l'État ; les seconds croient, au contraire, à

l'action vertueuse des marchés (notamment les marchés financiers) et au rôle perturbateur de l'État.

2.2. P

Si l'on se réfère aux cinq points précités, l'école post-keynésienne s'inscrit bien dans l'hétérodoxie. Mais cela ne suffit pas à définir précisément le post-keynésianisme. Pour ce faire, Lavoie (2016, p. 443) dresse une liste de treize points sur lesquels les post-keynésiens se détachent nettement du programme de recherche orthodoxe :

1) la théorie de la productivité marginale ;

2) le taux de chômage naturel, définissant un taux de chômage unique qui permettrait de stabiliser l'inflation ;

3) le taux d'intérêt naturel unique, qui lui aussi permettrait de stabiliser l'inflation ;

4) la théorie des fonds prêtables, selon laquelle une épargne est requise pour pouvoir investir ;

5) l'effet d'éviction, selon lequel toute augmentation des dépenses publiques conduirait à réduire la dépense privée ;

6) l'hypothèse d'efficience des marchés ;

7) le principe des réserves à l'origine des crédits bancaires, selon lequel les banques ont besoin de réserves auprès de la banque centrale pour consentir de nouveaux crédits ;

8) la théorie quantitative de la monnaie, selon laquelle l'inflation des prix est causée par une quantité excessive de monnaie ;

9) la loi de Say, selon laquelle l'offre crée toujours sa propre demande ;

10) la croyance selon laquelle le niveau de l'emploi est déterminé par les décisions d'offre de travail des travailleurs ;

11) la rigidité des salaires à la baisse comme cause du chômage ;

12) la mise sur le même plan de la dette publique et de la dette des ménages ;

13) la courbe de coûts unitaires en U, c'est-à-dire la croyance qu'un accroissement de production mène inévitablement à des coûts de production unitaires plus élevés.

2.3. L

Une démarche historique permet d'aller plus loin dans l'explicitation des fondements post-keynésiens. Pour faire simple, la constitution et la consolidation du paradigme post-keynésien peuvent être résumées dans le tableau suivant, en utilisant parfois une nomenclature établie par Fontana (2009) :

Tableau 6.2. L'évolution du programme de recherche post-keynésien

Période	*Approches et évolutions majeures*
1930-1950 *« La révolution*	*Références :* Keynes (1930a ; 1930b ; 1936), Kalecki (1954). *Thèmes :*

keynésienne »	– principe de la demande effective ; – détermination de l'emploi et du produit intérieur brut ; – chômage involontaire, cycles économiques.
1950-1970 *« L'âge des révélations »* Disciples et héritiers directs de Keynes	*Références :* École italo-anglaise ou cambridgienne. *Thèmes :* – modèles de croissance et de répartition de première génération, à la Kaldor-Pasinetti et Robinson ; – extension du principe de la demande effective à l'horizon de long terme ; – critique de la théorie néoclassique à travers les controverses sur la théorie du capital par l'École keynésienne de Cambridge.
1970-1985 *« L'âge romantique »*	*Références :* Lancements du *Cambridge Journal of Economics* (1977) et du *Journal of Post Keynesian Economics* (1978). *Thèmes :* – théorie de la firme et théorie des prix ; – espoir de l'établissement d'un nouveau paradigme.
1985-2000 *« L'âge de l'incertitude »* Tâtonnement méthodologique Foisonnement de courants	*Références :* Minsky, Kalecki, Keynes. *Thèmes :* – développements méthodologiques, réinterprétations de Keynes, multiplication de manuels et ouvrages de référence ; – monnaie endogène et instabilité financière ; – modèles de croissance et de répartition de seconde génération à la Kalecki-Steindl ; – histoire de la pensée économique post-keynésienne.
Années 2000 et suivantes *« L'âge du réalisme »* Ouverture à de nouveaux thèmes (écologie), nouvelles méthodologies, et au dialogue avec d'autres écoles de pensée Empirisme accru Contribution à un nouveau paradigme ?	*Références :* Lancement de l'*European Journal of Economics and Economic Policies : Intervention* (2004) et de la *Review of Keynesian Economics* (2012). En France, relance de l'ADEK (Association pour le développement des études keynésiennes). *Thèmes :* – prescriptions de politiques économiques ; – analyse des régimes de croissance (financiarisation) ; – économétrie et modélisation post-keynésiennes (modèles stock-flux cohérents).

Bien que disposant de théories microéconomiques de l'entreprise (Lee, 1998) et du consommateur (Lavoie, 1994), les post-keynésiens concentrent leurs analyses au niveau macroéconomique. Évitant le piège des sophismes de composition, ils estiment que les agrégats sont plus à même d'expliquer le fonctionnement de l'économie que l'individu pris hors de son contexte social, historique et institutionnel. Les classes sociales – salariés, entrepreneurs et rentiers –, ainsi que les entreprises et les banques, sont davantage utilisées que l'individu représentatif. Cette approche rejette la nécessité de fondements microéconomiques de la macroéconomie souvent avancée par les approches orthodoxes, consistant à expliquer, voire à justifier, les relations macroéconomiques à partir des choix rationnels des individus qui composent la société.

Au final, cinq présuppositions épistémologiques, ontologiques et méthodologiques réunissent les post-keynésiens et les distinguent des autres hétérodoxes :

1) L'importance du *principe de la demande effective*. La demande globale est la principale force qui détermine le produit et le niveau de l'emploi. La dynamique économique est donc dictée par la demande à court terme et à long terme. Une autre manière de poser le principe de la demande effective est de considérer que l'investissement est autonome par rapport aux choix intertemporels d'épargne des ménages, et de souligner la relation causale entre investissement et épargne.

2) La prédominance de l'*incertitude radicale* ou *fondamentale*. Celle-ci permet d'expliquer pourquoi les décisions importantes ne découlent pas seulement d'un calcul de probabilité mais dépendent aussi de la force de conviction et du degré de confiance que nous attribuons à nos informations. L'incertitude est radicale parce que toute décision cruciale modifie le monde dans lequel nous vivons et parce que le décideur sait qu'il existe des inconnues qu'il ne connaît pas mais qu'il aimerait connaître.

3) Le troisième précepte découle directement du précédent : le *temps historique irréversible* caractérise les processus économiques. Comme l'a démontré Kaldor (1934), puisque l'économie réelle est dynamique (plutôt que statique), les processus d'ajustement pour atteindre un nouveau point d'équilibre affectent directement celui-ci. La causalité cumulative et la dépendance par rapport au sentier emprunté (*path dependency*) ne permettent pas de supposer que le chemin inverse produirait le même résultat. Le processus d'ajustement peut créer différents points d'équilibre, *via* l'effet d'hystérésis.

4) Le cadre d'analyse est celui d'une *économie monétaire de production*. La monnaie est étroitement liée à la production, conformément à l'hypothèse d'endogénéité de l'offre de monnaie (Moore, 1988 ; Rochon et Rossi, 2013 ; Monvoisin, 2006). La monnaie est non neutre, tant à court terme qu'à long terme, en raison des effets structurants du crédit bancaire. Dans le contexte d'incertitude radicale, les contrats, dettes et actifs sont définis en unité monétaire.

5) L'importance de la répartition du revenu, notamment entre salaires et profits, mais aussi entre les travailleurs et les cadres bien rémunérés, pour la détermination de l'activité économique et du progrès technique ainsi que les *conflits de répartition*.

3. Le rapport des post-keynésiens aux autres écoles de pensée

La crise financière globale de 2007-2008 a entraîné une remise en question de certaines hypothèses fondamentales de l'économie orthodoxe mais n'a pas pour autant renforcé l'influence des approches hétérodoxes sur les choix des décideurs. Comment l'analyse post- keynésienne s'est-elle positionnée dans cette nouvelle configuration ? Une réponse en trois points est avancée : 1) la confrontation avec la macroéconomie standard, notamment le modèle du « nouveau consensus », reste forte bien que parfois les politiques économiques prônées puissent être similaires ; 2) le dialogue avec les régulationnistes a été plus nourri qu'au cours des décennies précédentes ; 3) les contacts avec les institutionnalistes se sont multipliés.

3.1. N

La macroéconomie standard du début des années 2000 repose sur un consensus, ou une nouvelle synthèse entre les principaux modèles macroéconomiques standards. Ce « nouveau consensus », basé sur des fondements microéconomiques néoclassiques, articule des éléments de la *nouvelle économie classique I* – ou école des anticipations rationnelles –, de la *nouvelle économie classique II* – ou école des cycles économiques réels – et de la *nouvelle économie keynésienne*. Ce nouveau consensus a notamment donné lieu à la création des modèles DSGE (*dynamic stochastic general equilibrium* – équilibre général dynamique stochastique), qui sont quasi hégémoniques parmi les instruments utilisés par les économistes orthodoxes pour analyser les problèmes macroéconomiques. Les versions de la nouvelle économie classique sont totalement antinomiques avec l'économie post-keynésienne puisque leur fonctionnement postule l'équilibre instantané de tous les marchés et repose entièrement sur ce qui advient du côté de l'offre globale. En revanche, les versions du nouveau consensus, davantage basées sur la nouvelle économie keynésienne, tiennent compte des effets de la demande globale et obtiennent des résultats que l'on peut qualifier de keynésiens.

Par exemple, face à un choc négatif, si le taux d'intérêt ne peut chuter suffisamment, des politiques budgétaires expansionnistes auront un effet positif sur l'activité économique à court terme. Mais, comme l'explique Sebastian Dullien (2011), le mécanisme invoqué par les nouveaux keynésiens n'a rien à voir avec Keynes ou les mécanismes envisagés par les post-keynésiens. Dans le modèle du nouveau consensus, la baisse du taux d'intérêt incite les agents à consommer davantage aujourd'hui – et moins dans le futur. Cela augmente la demande globale ainsi que la demande de travail, et mène donc à une hausse du salaire réel, laquelle incite les agents à travailler davantage, ce qui permet l'accroissement de l'activité économique. Ultimement, ce sont donc les variations de l'offre de travail, et non celles de la demande de travail comme chez les post-keynésiens, qui expliquent l'activité économique.

Bien que des économistes nouveaux keynésiens tels qu'Olivier Blanchard, Paul Krugman et Simon Wren-Lewis soient parfois très critiques à l'égard des modèles DSGE et de leurs hypothèses, dans le cadre de travaux formalisés aucune alternative ne leur paraît concevable. Leur critique est interne au paradigme dominant. Cette démarche s'est particulièrement développée depuis la crise financière globale : certains économistes orthodoxes « dissidents » (Lavoie, 2014), plus ou moins pragmatiques, ont infléchi leur position. Ils remettent en cause les travaux de l'analyse *mainstream* – celle que l'on retrouve

dans les manuels d'économie – ou envisagent de relâcher les hypothèses de base des modèles canoniques, sans toutefois basculer dans l'hétérodoxie. Pour donner un exemple, les banques sont introduites dans les modèles DSGE sous la forme de frictions.

Paul Krugman et Joseph Stiglitz ont tous deux publié des ouvrages en 2012 avançant des arguments qui n'ont rien à envier aux travaux post-keynésiens quant à l'inefficience des marchés financiers, l'orientation des politiques économiques, ou les conséquences néfastes des inégalités (Krugman, 2012 ; Stiglitz, 2012). L'analyse de Stiglitz sur la dette grecque est proche des arguments avancés par la théorie monétaire moderne. Sa critique du ciblage de l'inflation présente des similarités évidentes avec les critiques post-keynésiennes du nouveau consensus (Hein et Stockhammer, 2011). Stiglitz rejette désormais la théorie de la productivité marginale, alors qu'il la défendait dans le passé. Les attaques de Krugman contre la nouvelle économie classique et son soutien à la relance budgétaire n'ont rien à envier aux arguments post-keynésiens. Malheureusement, seul Stiglitz semble s'intéresser et s'associer aux travaux des post-keynésiens.

3.2. P

La proximité entre post-keynésiens et régulationnistes français a été discutée par Robert Boyer (2011) et Marc Lavoie (2014). Tous deux s'accordent à dire que certaines thématiques développées par Pascal Petit ou Jacques Mazier rejoignent celles des kaldoriens et des post- keynésiens institutionnalistes. Les modèles de croissance ou d'accumulation des uns et des autres, pour lesquels la répartition des revenus est si importante, notamment ceux qui prennent en compte les hausses de productivité, sont étroitement liés. Selon Lynne Chester et Joy Paton (2011), les post-keynésiens auraient intérêt à collaborer davantage avec les spécialistes de Karl Polanyi et les régulationnistes, car les passerelles théoriques seraient évidentes.

Il est tout à fait symbolique que le premier numéro de la *Revue de la régulation*, en 2007, inclut un long entretien avec Marc Lavoie au cours duquel celui-ci s'arrête sur les connexions entre les deux écoles de pensée.

> Pour ce qui est de l'école régulationniste, j'ai toujours pensé que c'était une branche plus radicale du post-keynésianisme, ou pour être plus diplomatique, que le post-keynésianisme était une branche moins radicale de l'école régulationniste ! D'ailleurs, ce n'est pas moi qui le dis, c'est Robert Boyer dans son essai sur la théorie de la régulation [1986]. Boyer affirme que l'école de la régulation veut rénover la théorie macroéconomique en lui donnant des bases plus kaleckiennes. Mais c'était déjà évident dans le livre de Jacques Mazier sur la modélisation macroéconomique [1978]. Kalecki étant un économètre et les régulationnistes ayant été au départ des modélisateurs, les liens étaient inévitables. L'autre trait particulier de l'école de la régulation, outre ses antécédents marxistes, c'est l'importance accordée aux institutions. Or les post- keynésiens entretiennent des liens étroits avec les (anciens) institutionnalistes américains. […] L'influence de Minsky est depuis longtemps évidente dans les travaux de Michel Aglietta. L'intégration des aspects financiers et réels, que tout le monde désirait mais dont peu traitaient concrètement, est maintenant au cœur des programmes de recherche des régulationnistes et des post-

> keynésiens. Je vois beaucoup d'éléments communs dans les analyses de Boyer ou Dominique Plihon d'un côté, et Renaud du Tertre, Laurent Cordonnier, voire Edwin Le Héron de l'autre. (Lavoie, 2007, p. 2)

En 2011, un autre numéro spécial de la *Revue de la régulation*, intitulé *Post-keynésianisme et théorie de la régulation : des perspectives communes*, montre que la relation entre régulationnistes français et post-keynésiens, si elle est ancienne, s'est quelque peu distendue au fil du temps et s'est révélée être de nature asymétrique : si les post- keynésiens ont pu développer leurs travaux sans références explicites à la théorie de la régulation, les régulationnistes, centrés sur les questions macroéconomiques, n'ont pas pu faire sans Keynes, Robinson, Kaldor, ou encore Kalecki.

L'analyse de la financiarisation, menée par les deux écoles de pensée, et la crise financière globale vont les inciter, à partir des années 2000, à opérer un rapprochement plus évident et moins asymétrique. Selon Boyer,

> les deux programmes de recherche, post-keynésien et régulationniste, ont en commun de proposer une alternative à l'économie standard dont l'incapacité à rendre compte des faits stylisés observés, depuis les années 1970 et plus encore dans la crise actuelle, est manifeste. Une possible convergence s'est manifestée d'abord dans la formalisation du régime économique de l'après-guerre, comme forme particulière de croissance cumulative, puis dans l'analyse des emballements spéculatifs qui se succèdent depuis les années 1990, enfin par l'usage de modèles stock-flux afin de cerner les canaux de transmission de la politique monétaire et la soutenabilité des déséquilibres observés au niveau de l'économie mondiale et de l'Union européenne. (Boyer, 2011, p. 21-22)

Il ne faut cependant pas surestimer la portée de ces échanges. Des obstacles subsistent :

> La relative rareté de ces convergences s'explique d'abord par une référence plus kaleckienne et marxiste que keynésienne chez les régulationnistes. Ensuite, du fait d'une posture épistémologique différente : grande théorie à vocation universelle d'un côté, analyse historiquement et spatialement située de l'autre. (Boyer, 2011, p. 22)

Le dialogue s'est poursuivi, en 2014, dans un autre numéro spécial qui invite à explorer les nouvelles voies de la modélisation macroéconomique post-keynésienne (Clévenot et Le Héron, 2014).

3.3. P

On assiste à un mouvement similaire entre les post-keynésiens et l'institutionnalisme. Plusieurs initiatives académiques et éditoriales ont été lancées. On citera simplement, à titre d'exemples, la publication de nombreux articles post-keynésiens dans le *Journal of Economic Issues*, et la parution du numéro spécial *Post-Keynesian and Institutional Political Economy* de l'*European Journal of*

Economics and Economic Policies : Intervention, en 2013. D'autres revues institutionnalistes, telles que *Économie et institutions* en France, publient parfois des travaux post-keynésiens.

La démarche vise à synthétiser ce qui rassemble post-keynésiens et institutionnalistes sur les plans théorique, conceptuel et méthodologique, avec deux objectifs intimement liés en tête : 1) consolider les fondements de chacun des deux courants ; 2) élaborer une alternative plus solide et cohérente face à l'orthodoxie. Il s'agit donc bien d'édifier un nouveau paradigme commun : « De façon générale, on peut imaginer que l'institutionnalisme alimente la dimension microéconomique de ce paradigme unifié, alors que l'économie post-keynésienne fournirait la grille d'analyse macroéconomique » (Lavoie et Seccareccia, 2013, p. 9 ; notre traduction). Eichner, un des fondateurs du courant post-keynésien américain, est sans doute le pionnier de ces échanges fructueux avec les institutionnalistes américains, sur des questions relatives au marché du travail.

Les travaux institutionnalistes ont par ailleurs alimenté la réflexion post-keynésienne sur le marché de l'emploi (Seccareccia, 1991), la théorie du consommateur, l'organisation industrielle, la théorie de la firme, la théorie des prix, la monnaie et la finance. L'approche post- keynésienne a, de son côté, fourni des éléments de compréhension de la théorie de l'emploi, de l'inflation, de la croissance, des prix et des systèmes monétaires et financiers. Sur ce dernier champ, la collaboration a été particulièrement fructueuse : la compréhension plus fine des institutions monétaires, en particulier l'organisation, la structure et les instruments de la banque centrale et des banques commerciales, a été utile pour fournir une théorie monétaire plus réaliste chez les post- keynésiens (Niggle, 1991 ; Fullwiler, 2006). Michel Aglietta, Pepita Ould Ahmed et Jean-François Ponsot s'inscrivent dans cette perspective d'ouverture et de dialogue pour mieux appréhender la monnaie : « La monnaie est plus qu'un instrument purement économique. Son étude mérite d'être enrichie par les travaux d'autres disciplines des sciences humaines et sociales [et] une approche institutionnaliste de la monnaie [invitant] à dépasser l'approche économiciste » (2016, p. 91). Il en est de même chez André Orléan (1998).

Aujourd'hui encore, Veblen reste l'institutionnaliste le plus cité par les post-keynésiens. Il faut dire que les similarités avec Keynes ont été soulignées il y a déjà bien longtemps, dès 1939. Dillard (1980) considère cependant que les connexions vont au-delà de Veblen : elles concernent également d'autres institutionnalistes, comme John Commons et bien sûr John Kenneth Galbraith. Tous ces auteurs soulignent la nature instable du capitalisme, la récurrence de cycles économiques reliés à la structure de l'endettement, et rejettent l'idée d'autorégulation des marchés financiers.

Ce rapprochement participe de la même logique que celle qui a consisté, pour certains post-keynésiens, à bâtir un pont avec d'autres approches hétérodoxes (Lee, 2013) et d'autres disciplines (psychologie, économie comportementale, sociologie du travail, etc.), comme l'ont fait, par exemple, John Harvey (1991) pour déterminer les comportements sur le marché des changes, ou Giuseppe Fontana et Bill Gerrard (2004) afin d'expliquer les comportements en situation d'incertitude.

Conclusion

Keynes a des héritiers directs, les post-keynésiens. Paradoxalement, la « révolution keynésienne » n'a pas spontanément fait émerger l'école post-keynésienne. L'influence majeure de Keynes n'intervient qu'après la Seconde Guerre mondiale. Les prémices de l'économie post- keynésienne datent seulement du milieu des années 1950. Malgré des différences entre les cinq courants post-keynésiens identifiés dans ce chapitre, un socle commun les réunit autour de cinq présuppositions : le principe de la demande effective ; l'incertitude radicale ; le temps historique ; l'économie monétaire de production et l'endogénéité de la monnaie ; les conflits de répartition. Depuis la crise financière globale, les connexions théoriques, conceptuelles et méthodologiques de l'école post-keynésienne avec d'autres écoles de pensée ont fait l'objet d'un renouvellement. Ces échanges semblent s'avérer fructueux avec les régulationnistes et les institutionnalistes, et l'on peut commencer à entrevoir l'émergence d'un nouveau paradigme issu de ces rapprochements engagés depuis la crise.

Références bibliographiques

Aglietta, M., Ould Ahmed, P., et Ponsot, J.-F. (2016), *La Monnaie, entre dettes et souveraineté*, Paris, Odile Jacob.

Arestis, P. (1996), « Post-Keynesian Economics : Towards Coherence », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 20, nº 1, p. 111-135.

Arestis, P. (2013), « Economic Theory and Policy : A Coherent Post-Keynesian Approach », *European Journal of Economics and Economic Policies : Intervention*, vol. 10, nº 2, p. 243-255.

Arestis, P., et Sawyer, M. (1993), « Political Economy : An Editorial Manifesto », *International Papers in Political Economy*, vol. 1, nº 1, p. 1-38.

Baranzini, A., et Mirante, A. (2013), « The Cambridge Post-Keynesian School of Income and Wealth Distribution », dans G. C. Harcourt et P. Kriesler (dir.), *The Oxford Handbook of Post-Keynesian Economics*, Oxford, Oxford University Press, t. 1, p. 288-361.

Boyer, R. (1986), *Théorie de la régulation. Une analyse critique*, Paris, La Découverte.

Boyer, R. (2011), « Post-keynésiens et régulationnistes : une alternative à la crise de l'économie standard ? », Regulation.revues.org.

Chester, L., et Patton, J. (2011), « The Economic-Environment Relation : Can Post-Keynesians, Regulationists and Polanyians Offer Insights ? », *European Journal of Economics and Economic Policies : Intervention*, vol. 10, nº 1, p. 106-121.

Clévenot, M., et Le Héron, E. (2014), « Renouveler la macroéconomie postkeynésienne ? Les modèles stock-flux cohérent et multi-agents », Regulation.revues.org.

Davidson, P. (1982), « Rational Expectations : A Fallacious Foundation for Studying Crucial Decision-Making Processes », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 5, nº 2, p. 182-198.

Dillard, D. (1980), « A Monetary Theory of Production : Keynes and the Institutionalists », *Journal of Economic Issues*, vol. 14, nº 2, p. 225-273.

Dullien, S. (2011), « The New Consensus from a Traditional Keynesian and a Post-Keynesian Perspective : A Worthwhile Foundation for Research or Just a Waste of Time ? », *Économie appliquée*, vol. 64, nº 1, p. 173-200.

Eichner, A. S., et Kregel, J. A. (1975), « An Essay on Post-Keynesian Theory : A New Paradigm in Economics », *Journal of Economic Literature*, vol. 13, nº 4, p. 1293-1311.

Fontana, G. (2009), *Money, Uncertainty and Time*, Londres, Routledge.

Fontana, G., et Gerrard, B. (2004), « A Post Keynesian Theory of Decision Making under Uncertainty », *Journal of Economic Psychology*, vol. 25, nº 5, p. 619-637.

Fullwiler, S. T. (2006), « Setting Interest Rates in the Modern Money Era », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 28, nº 3, p. 495-525.

Godley, W., et Lavoie, M. (2007), *Monetary Economics : An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, Basingstoke, Palgrave Macmillan.

Hamouda, O. F., et Harcourt, G. C. (1988), « Post Keynesianism : From Criticism to Coherence ? », *Bulletin of Economic Research*, vol. 40, nº 1, p. 1-33.

Harvey, J. T. (1991), « A Post-Keynesian View of Exchange Rate Determination », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 14, nº 1, p. 61-71.

Hein, E., et Lavoie, M. (2018), « Post-Keynesian Economics », dans R. Dimand et H. Hagemann (dir.), *The Elgar Companion to John Maynard Keynes*, Cheltenham, Edward Elgar, à paraître.

Hein, E., et Stockhammer, E. (2011), « A Post-Keynesian Macroeconomic Model of Inflation, Distribution and Employment », dans *id.* (dir.), *A Modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 112-136.

Kaldor, N. (1934), « A Classificatory Note on the Determinateness of Equilibrium », *Review of Economic Studies*, vol. 1, nº 2, p. 122-136.

Kalecki, M. (1954), *Theory of Economic Dynamics : An Essay on Cyclical and Long-Run Changes in Capitalist Economies*, New York (N. Y.), Monthly Review Press Classics, 2009.

Keynes, J. M. (1930a), *A Treatise on Money : The Applied Theory of Money*, reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 6.

Keynes, J. M. (1930b), *A Treatise on Money : The Pure Theory of Money*, reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 5.

Keynes, J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, trad. fr. J. de Largentaye, Paris, Payot, 1995 et Payot & Rivages pour l'édition corrigée, 2017.

King, J. E. (2015), *Advanced Introduction to Post Keynesian Economics*, Cheltenham, Edward Elgar.

Kregel, J. A. (1973), *The Reconstruction of Political Economy : An Introduction to Post-Keynesian Economics*, Londres, Macmillan.

Krugman, P. (2012), *Sortez-nous de cette crise… maintenant !*, trad. fr. A. Muchnik, Paris, Flammarion.

Lavoie, M. (1987), *Macroéconomie. Théorie et controverses postkeynésiennes*, Paris, Dunod.

Lavoie, M. (1994), « A Post-Keynesian Theory of Consumer Choice », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 16, nº 4, p. 539-562.

Lavoie, M. (2007), « La théorie post-keynésienne et la théorie de la régulation. Entretien avec Marc Lavoie », Regulation.revues.org, 19 juin.

Lavoie, M. (2009), « État social, employeur de dernier recours et théorie postkeynésienne », *Revue française de socio-économie*, nº 3, p. 55-75.

Lavoie, M. (2014), *Post-Keynesian Economics : New Foundations*, Cheltenham, Edward Elgar.

Lavoie, M. (2016), « Post-Keynesianism », dans G. Faccarello et H. D. Kurz (dir.), *Handbook on the History of Economic Analysis*, t. 2, *Schools of Economic Thought in Economics*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 439-447.

Lavoie, M., et Seccareccia, M. (2013), « Post-Keynesian and Institutional Political Economy », *European Journal of Economics and Economic Policies : Intervention*, vol. 10, nº 1, p. 8-11.

Lee, F. S. (1998), *Post Keynesian Price Theory*, Cambridge, Cambridge University Press.

Lee, F. S. (2000), « On the Genesis of Post Keynesian Economics : Alfred S. Eichner, Joan Robinson, and the Founding of Post Keynesian Economics », dans W. J. Samuels (dir.), *Research in the History of Economic Thought and Methodology*, t. 18-C, *Twentieth-Century Economics*, Amsterdam, JAI-

Elsevier, p. 9-40.

Lee, F. S. (2013), « Heterodox Economics and Its Critics », dans *id.* et M. Lavoie (dir.), *In Defense of Post-Keynesian and Heterodox Economics*, New York (N. Y.), Routledge, p. 104-132.

Mazier, J. (1978), *La Macroéconomie appliquée*, Paris, PUF.

Monvoisin, V. (2006), « Les définitions post-keynésiennes de la monnaie endogène : des divergences à la complémentarité », *Économie appliquée*, vol. 59, nº 4, p. 167-191.

Moore, B. J. (1988), *Horizontalists and Verticalists : The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, Cambridge University Press.

Niggle, C. J. (1991), « The Endogenous Money Supply Theory : An Institutionalist Appraisal », *Journal of Economic Issues*, vol. 24, nº 1, p. 443-450.

Orléan, A. (1998), *Le Pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.

Pasinetti, L. L. (2007), *Keynes and the Cambridge Keynesians : A Revolution in Economics to be Accomplished*, Cambridge, Cambridge University Press.

Robinson, J. (1956), *L'Accumulation du capital*, trad. fr. A. et C. Alcouffe, Paris, Dunod, 1977.

Rochon, L.-P., et Rossi, S. (2013), « Endogenous Money : The Evolutionary vs Revolutionary Views », *Review of Keynesian Economics*, vol. 1, nº 2, p. 210-229.

Seccareccia, M. (1991), « An Alternative to Labour-Market Orthodoxy : The Post-Keynesian / Institutionalist Policy View », *Review of Political Economy*, vol. 3, nº 1, p. 43-61.

Stiglitz, J. E. (2012), *Le Prix de l'inégalité*, trad. fr. F. et P. Chemla, Paris, Les Liens qui libèrent.

Wray, L. R. (2012), *Modern Money Theory : A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, Basingstoke, Palgrave Macmillan.

---

1. Sur les questions de croissance et de répartition, voir aussi chapitre 11.

2. Aujourd'hui, le terme *post keynésien*, sans trait d'union, tend à être un identifiant du courant des *post-keynésiens américains*, courant que nous définirons dans la prochaine section.

3. Voir chapitre 3.

4. Sur la théorie du circuit, voir chapitre 7.

5. Pour plus de détails sur la modélisation SFC, voir chapitre 14.

6. Sur ce dernier point, voir chapitre 15.

7. Voir chapitre 18.

CHAPITRE 7

Le circuit keynésien : *unde, ubi et quo* [1]

Frédéric Poulon

Keynes n'a certainement pas, dans l'histoire de la pensée économique, le monopole du circuit. D'autres bien avant lui – William Petty, Pierre de Boisguilbert, Richard Cantillon, François Quesnay, Karl Marx, etc. – ont honoré l'analyse de circuit, dont Schumpeter (1954, p. 305) – qui lui-même s'y rattachait – a dit qu'elle était l'une des plus importantes lignes de force de toute l'analyse économique, sans voir cependant qu'à cette lignée il convenait de rattacher Keynes : il n'en a pas soufflé mot, comme si la présence d'un circuit chez cet auteur lui était restée invisible. Sans doute était-il trop rapproché de lui, étant son exact contemporain (ils étaient nés tous deux la même année 1883) : une trop faible distance n'est pas favorable à une claire vision des choses. Mais nous, avec le recul, nous pouvons affirmer l'existence, au cœur de la pensée keynésienne, d'un circuit : le circuit keynésien.

D'où vient-il ? Quelle place occupe-t-il, spécialement dans la *Théorie générale* ? Où, enfin, nous conduit-il, entendons par là à quel diagnostic des maux de l'économie monétaire et à quels remèdes ? Telles sont les trois grandes questions.

1. D’où vient le circuit keynésien ?

Le circuit keynésien s’est formé dans les années 1930 à la faveur de la « révolution keynésienne ». Il a connu une éclipse dans les années 1970 liée à la crise traversée alors par le keynésianisme. Il est revenu en pleine lumière dans les années 1980, porté par un vigoureux courant post-keynésien en France, en Europe et même en Amérique du Nord.

1.1. L’

Keynes, qui était depuis son entrée en économie (vers 1908) un disciple d’Alfred Marshall, autrement dit un économiste classique, décide en 1924 de se lancer dans la construction d’une théorie nouvelle. La recherche qu’il entreprend aussitôt, au début en collaboration avec Dennis Robertson, le conduit en six années à la publication, à l’automne 1930, d’un volumineux opus : *A Treatise on Money* (Keynes, 1930a ; 1930b). L’ouvrage, bien que novateur, n’a aucun succès. Sa principale nouveauté porte sur la relation entre l’investissement I des entreprises et l’épargne S des ménages. Dans la théorie classique, l’investissement repose sur une épargne préalable ; donc, un investissement trop faible pour assurer le plein-emploi n’a d’autre origine qu’une épargne elle-même trop faible. Or le *Treatise* de Keynes caractérise la crise, nommée « déflation », par l’inégalité $I - S < 0$ ou, ce qui est la même chose, $S > I$: la crise, et donc le chômage, a pour cause non une insuffisance, mais un *excès* d’épargne des ménages, ce qui contredit la théorie classique. L’insuccès du livre prive Keynes de l’audience espérée. Il va bénéficier, en revanche, d’une riche controverse avec Robertson, qui, involontairement, lui fera franchir le pas décisif vers la « révolution keynésienne ».

Robertson, qui a fait sienne l’inégalité keynésienne de crise $I - S < 0$, convainc à son tour Keynes que l’excédent d’épargne sur l’investissement est de l’épargne *thésaurisée*, gardée en dépôt à la banque par les ménages. Il ajoute que la solution à la crise lui semble devoir être la transformation par le système bancaire de cette épargne oisive des ménages en crédits à l’investissement aux entreprises. C’est de là que part le désaccord entre lui et Keynes. Celui-ci ne comprend pas ce qu’est cette prétendue transformation de dépôts en crédits. Il le comprend d’autant moins qu’il démontre à Robertson que ce ne sont pas les dépôts qui font les crédits, mais précisément l’inverse : les crédits font les dépôts. Selon cette importante découverte du printemps 1931, l’investissement financé par crédit bancaire détermine l’épargne en dépôt auprès des banques, autrement dit l’épargne thésaurisée.

L’année suivante, dans un courrier à Robertson du 22 mars 1932, Keynes généralise cette découverte en établissant que c’est l’investissement tout entier (qu’il soit ou non financé par crédit) qui détermine l’épargne tout entière – thésaurisée ou non. « L’investissement entraîne toujours l’épargne après lui, au même rythme que lui », écrit-il à Robertson (Keynes, 1978, p. 276 ; notre traduction). Cette généralisation est cruciale : elle renverse le postulat fondamental de la théorie classique qui assujettit l’investissement à l’épargne.

La découverte va plus loin que celle d’une possible *antériorité* de l’investissement sur l’épargne, dont l’idée remonte à Knut Wicksell et réapparaît dans *A Treatise on Money* puis les conférences qu’en tirera Keynes l’année suivante pour la fondation Harris à Chicago. Dans ces textes, l’épargne des ménages est une limite (franchissable) pour l’investissement des entreprises : selon que cette limite est franchie ou non, les conséquences sur l’économie diffèrent.

L'idée nouvelle, qui se fait jour en mars 1932, est que l'épargne n'est nullement une limite à l'investissement puisque, engendrée par ce dernier, elle se déplace avec lui. Peut-être suggérée à Keynes, comme le croit Allan Meltzer (1988, p. 108), par l'article de Richard Kahn (1931) sur le multiplicateur d'emploi, l'idée revêt une bien plus grande portée chez Keynes, qui y découvre, le 22 mars 1932, le clivage majeur entre lui et ce porteur de la pensée classique que reste malgré tout à ses yeux son collègue Robertson.

Cette idée, qui affranchit l'investissement des entreprises de toute contrainte liée à l'épargne et qui surgit telle quelle en 1932, semble bien marquer le début de la révolution keynésienne. Et, en outre, elle porte en germe le circuit keynésien. Puisque ce n'est pas l'épargne qui finance l'investissement, ce ne peut être que la création monétaire des banques. Celles-ci émergent alors, comme troisième catégorie fondamentale d'agents, à côté des entreprises et des ménages. Elles se placent même en tête de la hiérarchie qui se dessine entre ces trois catégories, à savoir (par ordre) les banques (B), les entreprises (E), les ménages (M). Selon la logique découlant de la découverte du 22 mars 1932, B prête à E, qui investit et verse des revenus à M, qui dépense en partie ces revenus en consommation auprès de E et dépose le reste en épargne auprès de B. Ainsi la monnaie, partie de B, revient finalement à B : elle a accompli un cycle, appelé circuit de la monnaie et, en l'occurrence, circuit keynésien. Il est ici à l'état embryonnaire mais Keynes, en quatre ans (jusqu'à sa *Théorie générale*), lui fera prendre corps solidement. Le circuit va cependant rester relativement ignoré et même subir une éclipse avec toute la pensée keynésienne lors de la crise du keynésianisme dans les années 1970.

1.2. L

Les trois décennies d'après-guerre, dites les Trente Glorieuses, ont été l'âge d'or du keynésianisme. Les politiques de « *stop and go* », qui combattaient le chômage et l'inflation l'un par l'autre, étaient réputées s'adosser à la théorie keynésienne. Keynes avait en effet, dès son « équation fondamentale » d'*A Treatise on Money* (1930a, p. 120-125), opposé le chômage à l'inflation, le premier correspondant à l'inégalité de crise $I - S < 0$, la seconde à l'inégalité contraire $I - S > 0$. Par la suite, les travaux empiriques d'Alban William Phillips (1958) ajoutèrent foi à cette assise théorique et cautionnèrent des politiques économiques qualifiées universellement de keynésiennes. Les économistes eux-mêmes, en majorité, se disaient keynésiens. Les anti-keynésiens étaient une minorité : regroupés derrière Milton Friedman, ils avaient pour foyer l'université de Chicago et pour doctrine le monétarisme. Leur audience, cependant, allait s'accroître à la faveur d'un phénomène bientôt désigné de l'étrange dénomination de « stagflation ».

La stagflation, apparue à la fin des années 1960 aux États-Unis, n'avait pas échappé à la vigilance de Friedman. Dans un célèbre article de l'*American Economic Review* (Friedman, 1968), il en avait tiré argument contre les politiques keynésiennes de relance : elles ne faisaient, selon lui, qu'aggraver l'inflation par des injections monétaires répétées sans prise sur le chômage parce que les agents économiques, ayant appris à anticiper l'inflation, ne réagissaient plus par leur consommation ni leur investissement aux injections monétaires ; ainsi s'expliquait, concluait Friedman, la coexistence d'inflation et de chômage, autrement dit la stagflation.

Le phénomène ne tarde pas à gagner l'Europe puis, avec le choc pétrolier de 1973 et l'apparition de la seconde grande crise du XXe siècle, le monde entier. L'avance de front de l'inflation *et* du chômage est une caractéristique de cette crise majeure. Les politiques dites keynésiennes sont partout mises en échec.

En France, le dernier plan keynésien de relance mis en œuvre par la droite au pouvoir date de 1975 (plan Chirac). La gauche s'y essaiera à son tour en 1981 mais brièvement, le constat d'échec s'étant très vite imposé. Entre-temps, la révélation de l'impuissance des politiques traditionnelles face au chômage avait entraîné une désaffection pour la pensée keynésienne, censée être l'inspiratrice de ces politiques. C'est l'époque où l'on a vu la désertion en masse de keynésiens ou soi-disant tels et leur adhésion au monétarisme. L'économiste américain Jerome Stein est un exemple typique de ces innombrables conversions : au début de son livre *Monetarist, Keynesian and New Classical Economics*, fort instructif au demeurant, il déclare ingénument que « le paradoxe de la stagflation est ce qui au début des années 1970 a sapé [sa] confiance en l'économie keynésienne dominante » (Stein, 1982, p. IX ; notre traduction).

Dans cette crise du keynésianisme où tout l'héritage de Keynes semblait devoir être englouti, l'émergence du circuit keynésien, si méconnu encore et enfoui dans les pages les moins lues de la *Théorie générale*, était fort improbable. Son heure pourtant n'était pas si lointaine. La crise du keynésianisme des années 1970 eut ceci de bon qu'elle a incité les fidèles keynésiens à dépasser la lecture de la seule *Théorie générale* et à se plonger dans celle des œuvres complètes de Keynes, qui paraissaient à ce moment-là justement sous la direction de Donald Moggridge aux éditions Macmillan à Londres. De cette lecture exhaustive de Keynes menée conjointement dans divers centres, spécialement en France, mais aussi en Italie, en Europe et en Amérique du Nord, allait émerger dans les années 1980 une redécouverte et, disons-le, une mise au jour du circuit keynésien.

1.3. L

Les années 1980 ont été le témoin, après l'éclipse de la décennie précédente, de la redécouverte du circuit keynésien. Cette redécouverte est partie de France, d'où elle a essaimé en divers autres pays. Dans ce rôle pionnier de la France, plusieurs centres ont été pilotes : le CEMF à Dijon, le CEREF à Paris et les séminaires DECTA à Paris, Besançon et Bordeaux.

Le CEMF (Centre d'études monétaires et financières) à l'université de Bourgogne a longtemps été dominé par la figure de Bernard Schmitt, considéré à juste titre comme le père de la théorie contemporaine du circuit en France. Il faut toutefois noter que, chez Schmitt, la référence à Keynes est rarement primordiale. Les références aux classiques sont plus fréquentes et en outre plus substantielles, au point qu'Henri Guitton, dans sa préface à l'un des derniers livres de Schmitt, a écrit : « Je ne peux m'empêcher de voir en lui un nouveau Jean-Baptiste Say » (Schmitt, 1984, p. 24). Il arrive à Schmitt d'employer le qualificatif de « génial » à propos de Say ou de Ricardo, jamais à propos de Keynes. Le circuit chez Schmitt a deux caractéristiques. D'abord, il est présent dans toute son œuvre, dès son premier ouvrage, ce qui lui vaut assurément d'être reconnu non seulement comme circuitiste mais, davantage encore, comme premier circuitiste français contemporain. Ensuite, chez lui, le circuit est essentiellement… schmittien, entendons libre en apparence de toute dette envers un quelconque autre auteur. Paru en 1960, le premier livre de Schmitt, *La Formation du pouvoir d'achat*, contient déjà l'axiome *ne varietur* du circuit schmittien : « Le revenu se forme par l'investissement de la monnaie ; le revenu formé disparaît par le désinvestissement de la monnaie » (Schmitt, 1960, p. 63), sachant que par « investissement de la monnaie » il faut entendre la rémunération des facteurs de production, et par « désinvestissement de la monnaie » l'épargne des revenus des facteurs. En somme, la monnaie est créée par les banques, mais la création monétaire n'est pas par elle-même créatrice de revenu ; symétriquement, l'épargne rompt la chaîne de création du revenu mais n'est pas par elle-même destructrice de monnaie.

Cette idée schmittienne n'encourrait sans doute aucun désaveu de Keynes. C'est pourquoi, le moment venu, Bernard Schmitt a été si aisément adoubé par les circuitistes keynésiens, qui l'ont même désigné comme leur chef de file historique.

Le CEREF (Centre d'études et de recherches économiques et financières) a été fondé à l'université Paris 1 par Alain Barrère, qui fut, dès son premier livre (1952), et resta jusqu'à la fin un authentique keynésien (1990). Son centre, dont Edwin Le Héron – plus tard fondateur de l'ADEK (Association pour le développement des études keynésiennes) – était la cheville ouvrière, fut longtemps le principal pôle de la pensée keynésienne en France. C'est à ce titre que Barrère et son entourage ont sans peine fait leur le circuit keynésien une fois sa mise au jour effectuée. Le CEREF est alors devenu un important centre circuitiste, même s'il est juste de reconnaître que ce n'est pas en ce lieu qu'a surgi l'invention.

Pour cela, il convient de se tourner vers une autre haute figure de la pensée keynésienne en France : Alain Parguez, qui a été, avec Bernard Ducros et Frédéric Poulon, l'âme des séminaires DECTA (Dynamique économique et techniques avancées). De ces séminaires, le premier fut celui de Paris 1, qui réunissait autour de Bernard Ducros ses assistants, dont les deux susnommés. Parguez fonda à Besançon (où l'avait envoyé l'agrégation) le séminaire DECTA II, qui eut une existence éphémère, tandis que Poulon fondait à Bordeaux DECTA III, qui, au long de ses douze années d'existence (1979-1990), fut un réel centre de rayonnement du circuit keynésien. De celui-ci, cependant, le découvreur fut indéniablement Parguez, comme l'attestent ses publications, dont celle de sa thèse (1975), puis une série de documents de travail de l'université de Franche-Comté, notamment « Monnaie, circuit, régulation » (1979). Poulon, à peu près au même moment, publiait dans la *Revue d'économie politique* son premier grand article sur le circuit keynésien (1980), suivi de deux ouvrages (1982), dont un manuel d'introduction à l'économie, *Économie générale*, entièrement bâti sur la logique du circuit keynésien. Nonobstant un certain nombre de différences (pas toujours secondaires), il y a une forte parenté entre les interprétations parguézienne et poulonienne du circuit keynésien. Leur plus notable trait d'union est la prise en compte, conformément à une idée de Keynes (1937) après parution de sa *Théorie générale*, d'une monnaie « endogène » faisant peser sur les entreprises une « contrainte d'annulation » de la monnaie créée, entendons une contrainte de remboursement du crédit correspondant ou, ce qui est la même chose, une contrainte de réalisation de profits suffisants, qui débouche, si elle n'est pas satisfaite, sur une inégalité nommée la « condition keynésienne de crise ».

Pendant toute la décennie des années 1980, la théorie du circuit keynésien a connu une large diffusion en France et hors de France. En France, beaucoup d'économistes, plus ou moins isolés mais de sensibilité keynésienne, se sont fédérés autour du circuit. Les noms sont innombrables. Contentons-nous de citer : à Paris, Bernard Vallageas (« schmittien » d'origine) ou Jacques Léonard ; à Besançon, André Larceneux ; à Dijon, Claude Gnos ; à Bordeaux, Nicole Poulon-Lafaye, Lucien Orio, Jean-José Quilès ; etc. Il conviendrait d'ajouter les noms de plusieurs universités françaises qui, d'une manière ou d'une autre, manifestèrent leur intérêt pour la « nouvelle théorie keynésienne du circuit » : Nice, Amiens, Clermont-Ferrand, Grenoble, Montpellier, Caen, Perpignan, etc., sans compter les colloques, notamment celui de février 1989 de l'Association Charles-Gide pour l'étude de la pensée économique, qui furent consacrés au circuit.

Hors de France, le circuit keynésien a touché l'Italie (avec d'importantes contributions d'Augusto Graziani ou de Marcello Messori), la Belgique (Michel de Vroey), la Suisse (Paul Dembinski, Sergio Rossi), le Canada (Marc Lavoie, Mario Seccareccia), l'Afrique (Touna Mama au Cameroun, Kamila Bouaziz en Tunisie), etc. Tout cela témoigne d'une forte dynamique qui semblait appelée à se renforcer mais qui fut stoppée au début de la décennie suivante. Les circuitistes se sont alors dispersés. Beaucoup,

parmi les anciens mais aussi chez les nouveaux venus (tels Éric Berr à Bordeaux, Virginie Monvoisin à Dijon, Giuseppe Fontana à Leeds), ont poursuivi les travaux sachant qu'il y avait encore du chemin à parcourir. C'est pourquoi la question de savoir où en est le circuit keynésien est toujours d'actualité.

2. Où en est le circuit keynésien ?

Dresser un état des lieux, c'est indiquer la place du circuit keynésien dans l'analyse générale de circuit, préciser la représentation du circuit que sous-tend la *Théorie générale*, rappeler enfin les principaux concepts du circuit keynésien.

2.1. P

Le circuit keynésien, issu de la découverte de 1932, elle-même issue de la controverse avec Robertson au sujet de l'excès de S sur I, est en un sens tributaire de Wicksell, qui le premier avait fait de $I - S < 0$ une caractéristique du déséquilibre monétaire. Mais, chez Wicksell, marginaliste suédois proche de l'école de Vienne, il n'y avait nul circuit. C'est donc ailleurs qu'il faut chercher des antécédents, à supposer qu'il y en ait, au circuit keynésien. Keynes s'inscrit de fait dans la droite ligne de ces deux grands précurseurs de l'analyse de circuit que furent Quesnay (au XVIIIe siècle) et Marx (au XIXe). Keynes, qui les ignorait l'un et l'autre, ne peut cependant être dit leur héritier. Marx, lui, s'était voulu un continuateur de Quesnay et des physiocrates. Mais Keynes, c'est par hasard ou par un mystérieux déterminisme de l'enchaînement des découvertes scientifiques qu'il s'est à son insu inscrit dans le sillage de Quesnay et de Marx.

À ces rapprochements de Keynes avec Quesnay et Marx, on pourrait ajouter celui avec Boisguilbert, autre grand précurseur de l'analyse de circuit et, spécialement, du rôle de la thésaurisation dans la crise. Boisguilbert, à la charnière des XVIIe et XVIIIe siècles, avait incriminé la thésaurisation, qu'il appelait la monnaie « immeuble » (immobile), comme principale cause des marasmes économiques. Keynes – sous l'influence de Robertson, il est vrai – ne fera que redécouvrir le rôle néfaste de l'épargne thésaurisée.

2.2. R

Il y a une grande différence de forme entre le circuit keynésien tel qu'on l'extrait de la *Théorie générale* et le circuit tel qu'on l'utilise habituellement. Le premier est dit circuit *brut*, le second circuit *keynésien de base*. Il existe bien sûr entre eux un lien rigoureux qui donne légitimité au second pour toutes les utilisations que l'on en fait au nom de Keynes.

Le circuit *brut* est l'assemblage en un schéma fonctionnel de quatre fonctions définies par Keynes au chapitre 3 de sa *Théorie générale* (1936, p. 28-29). Étant donné les quatre variables suivantes : N, volume de l'emploi mis en œuvre par les entrepreneurs en début de période ; D_1, leurs anticipations en début de période relatives à la consommation des ménages dans la même période ; D_2, leurs anticipations relatives à leur propre investissement *net* de la période ; R, le revenu global anticipé de la période, quatre fonctions sont définies entre ces variables :

– fonction d'*emploi* ψ : $D_1, D_2) \longmapsto N = \psi\,(D_1, D_2)$

– fonction de *production* ϕ : $N \longmapsto R = \phi\,(N)$

– fonction de *consommation* χ : $R \longmapsto D_1 = \chi\,(R)$

– fonction d'*investissement* ω : $R \longmapsto D_2 = \omega\,(R)$

La fonction d'*emploi* fait dépendre l'emploi N de la période des anticipations D_1 et D_2 que les

entrepreneurs font respectivement de la consommation des ménages et de leur propre investissement *net* de la période. À ce niveau d'emploi N correspond, par la fonction de *production*, le revenu global (ou produit global) R anticipé par les entrepreneurs dans la période. Et, enfin, à R correspond, par la fonction de *consommation*, les anticipations D_1 de consommation des ménages par les entrepreneurs et, par la fonction d'*investissement*, les anticipations D_2 de l'investissement *net* des entreprises par les entrepreneurs eux-mêmes. Tel est le sens des quatre fonctions présentées symboliquement ci-dessus.

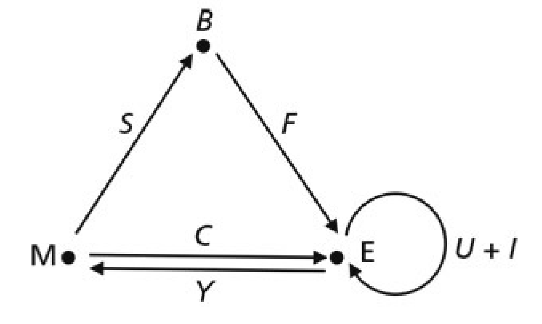
La réunion de ces quatre fonctions en un *schéma fonctionnel* donne le circuit *brut* (figure 7.1).

Une série de transformations, que nous ne présentons pas ici mais que l'on trouvera dans un livre de Poulon (2015, p. 315-322), permet le passage, sans dénaturation aucune, de la figure 7.1 à la figure 7.2 du circuit keynésien de base.

On reconnaît les trois pôles : B (banques) ; E (entreprises) ; M (ménages). Entre ces pôles s'écoulent dans la période six flux : *F*, financement (net des remboursements) de E par B ; *Y*, revenus distribués par E à M ; *C*, consommation finale ; *S*, épargne (nette des retraits) des ménages ; *U*, coût d'usage de la production des entreprises, à savoir la somme de leur consommation intermédiaire et de leur consommation de capital fixe ; *I*, investissement (net de la consommation de capital fixe) de E.

Figure 7.1. Le circuit keynésien brut

Figure 7.2. Le circuit keynésien de base



Keynes, nullement gêné par l'abstraction, raisonnait sur le circuit brut. Il est plus habituel et plus aisé de raisonner sur le circuit keynésien de base, qui offre en outre la commodité d'un lien immédiat avec la comptabilité nationale. C'est donc en partant de la figure 7.2 que nous présentons les principaux concepts du circuit keynésien.

2.3. L

Le revenu global

Le revenu global (ou revenu de la communauté) est le total, net du coût d'usage, des recettes de E dans la période. Noté R, il s'écrit donc :

$$R = C + I \qquad (1)$$

Cette expression, très classique, du revenu global keynésien en économie fermée conduit à une expression équivalente, moins connue, obtenue à partir de (1) et de l'équilibre comptable au pôle E :

$$R = Y + I - F \qquad (2)$$

L'expression 2 partage le revenu global R en une partie *distribuée* (Y), appelée par Keynes le « coût des facteurs », et une partie *non distribuée* ($I - F$), dite par Keynes le « revenu des entrepreneurs », qui est aussi le profit (net) non distribué de E (les profits distribués étant inclus dans Y). L'égalité comptable $F = S$ au pôle B montre la correspondance entre l'expression $I - F$ du profit dans la *Théorie générale* et l'expression $I - S$ du même profit dans *A Treatise on Money* : il n'y a pas de rupture d'un ouvrage à l'autre sur ce point-là.

Le temps de circuit

La *courte période* est la période de base de la macroéconomie keynésienne. Keynes, cependant, n'en donne pas une définition explicite. L'usage y a suppléé en la définissant comme la durée maximum pendant laquelle le capital (fixe) peut être considéré comme constant. Simple transposition de la distinction microéconomique entre court et long terme, cette définition ne prend pas garde au fait qu'elle revient, en macroéconomie, à considérer le capital fixe K comme constant et donc l'investissement *net* $I = \Delta K$ comme nul dans la période ! Le circuit corrige l'absurdité d'une définition de la période imposant à l'investissement *net* d'être toujours nul.

Dans le circuit keynésien, la période s'appelle le *temps de circuit*. Ce dernier est défini comme le temps *moyen* de parcours d'une unité monétaire entre son départ de B (à travers un flux F) et son retour à B (à travers un flux S). On note $\bar{t}$ ce temps. Le calcul (Poulon, 2015, p. 295-299) établit :

$$\bar{t} = \frac{1}{s}\left(1 + \frac{1}{y}\right) \times d \qquad (3)$$

où s est la propension des ménages à épargner ($s = S / Y$), y le poids du coût salarial dans la production totale des entreprises – soit, approximativement, $y = Y / (U + Y)$ – et d la durée moyenne de séjour de l'unité monétaire dans un pôle quelconque au cours de sa circulation.

L'évaluation de $\bar{t}$ (Poulon, 2015, p. 300) indique une durée de l'ordre de l'année, conforme à l'idée qu'on a habituellement du court terme économique. L'analyse de circuit indique aussi que $\bar{t}$ est le *temps de validité des anticipations* des entrepreneurs, véritable sens de la courte période keynésienne. Pour le voir, toutefois, il faut d'abord examiner ce que sont la contrainte monétaire et son contraire, la condition de crise.

Contrainte monétaire et condition de crise

La *contrainte monétaire* est la contrainte pesant sur l'agent pour le compte duquel de la monnaie a été créée ; il s'agit du bénéficiaire du crédit qui est la contrepartie de la monnaie en question. Contrainte monétaire et contrainte de remboursement du crédit sont donc deux expressions synonymes. Dans le circuit keynésien, où l'agent endetté est le pôle E, la contrainte s'exprime par $I - F \geq 0$ ou $I \geq F$: pour E, la variation I de ses actifs (réels ou financiers) au cours de la période est au moins égale à la variation F de ses passifs financiers dans la même période. Dans ce cas, le créancier de E (le pôle B) est assuré que sa créance est recouvrable : il suffirait à E de liquider I (et même seulement une partie de I si l'on a l'inégalité stricte $I > F$) pour rembourser F à B. Mais, justement, B se contentera de le savoir : non seulement il ne demandera pas le remboursement de F, mais au contraire il poussera E, qui sait si bien faire fructifier l'argent emprunté, à s'endetter davantage.

Si la contrainte monétaire n'est pas satisfaite, on est dans l'inégalité contraire, soit $I - F < 0$ ou $I < F$. Là, la solvabilité de E est mise en doute par B, qui voit que le remboursement intégral de F n'est pas possible sur la base du revenu courant, c'est-à-dire par simple liquidation de I ; B peut être tenté de demander le remboursement de F à E, car à celui qui peut rembourser on ne demande pas de rembourser mais à celui qui ne le peut pas on le demande. Si l'inégalité se répète de période en période, le créancier exigera du débiteur le remboursement par liquidation des actifs constitutifs non seulement de son revenu de la période, mais de tout son patrimoine accumulé dans le passé. C'est le dépôt de bilan, la liquidation judiciaire, en un mot la faillite du débiteur. Si l'inégalité ne concerne pas seulement une ou quelques entreprises mais le système productif dans son ensemble, c'est celui-ci qui est virtuellement en faillite : $I - F < 0$ signifie alors que le capital social n'arrive plus à se reproduire lui-même, ce qui est le sens même de la crise capitaliste. D'où le nom de *condition keynésienne de crise* donnée à l'inégalité $I - F < 0$, contraire de la contrainte monétaire dans le circuit keynésien.

On voit alors pourquoi $\bar{t}$ est dit temps de validité des anticipations de E. Au début d'une période (temps de circuit 1), les entreprises, à partir d'un endettement F, *anticipent* un profit $I^* - F$ positif (où I^* est leur investissement *net* anticipé). Si, en fin de période, le profit $I - F$ *réalisé* est *supérieur* à $I^* - F$ ($I > I^*$), les entreprises révisent à la hausse leurs anticipations pour la période suivante (temps de circuit 2) ; elles les révisent à la baisse si $I < I^*$ (profit *réalisé inférieur* au profit *anticipé*). Le temps de circuit est donc bien le temps de validité des anticipations des entrepreneurs.

Au total, on voit se dresser, à travers ces principaux concepts, les utilisations possibles du circuit keynésien, sa finalité en quelque sorte.

3. Finalité du circuit keynésien

Keynes a construit sa *Théorie générale* en économie fermée, espérant ainsi être plus compréhensible pour le lecteur que dans son *Treatise on Money* conçu en économie ouverte. Il a pu accepter cette simplification sans perte de généralité en vertu d'une propriété essentielle du circuit keynésien, à savoir l'*invariance* de la condition de crise (Poulon, 2015, p. 323-326). La finalité première du circuit keynésien est en effet l'analyse de la crise capitaliste, et tout spécialement de ses *causes*. De là découlent le rejet de la *politique d'austérité* et la démonstration du bien-fondé du *protectionnisme*.

3.1. C

L'« économie monétaire de production » est le nom donné par Keynes à l'économie capitaliste. Étant donné l'invariance de la condition de crise, qui s'exprime par la même inégalité $I - F < 0$ ou, si l'on préfère, $I / F < 1$, on peut, pour la recherche des causes de la crise, se contenter en première analyse du cadre d'économie fermée du circuit de base. Or, dans ce cadre :

$$\frac{I}{F} = \frac{I}{U} \times \frac{U}{U+Y} \times \frac{U+Y}{Y} \times \frac{Y}{S} \times \frac{S}{F} = \frac{1-y}{sy} \times \frac{I}{U}$$

D'où il ressort que la condition de crise équivaut à $I / U < a$, avec $a = sy / (1 - y)$ et $a > 0$. On voit alors que le ratio initial I / F est remplacé, dans l'expression finale de la condition keynésienne de crise, par le ratio I / U entre l'investissement *net* I des entreprises et le coût d'usage U de leur production. Or ce remplacement est crucial car il conduit directement à la compréhension de la cause fondamentale de crise en économie monétaire de production, c'est-à-dire en économie capitaliste.

Sachant, en effet, que $U = CI + CCF$ (CI étant la consommation intermédiaire des entreprises, CCF leur consommation de capital fixe), il apparaît que I / U est *majoré* par I / CCF, coefficient de partage de l'investissement *brut* $IB = I + CCF$ en investissement *net* I et investissement de remplacement (consommation de capital fixe) CCF. Or ce coefficient est loin d'être stable. Il est soumis à la pression de la concurrence capitaliste : plus cette concurrence est forte, plus rapide est la rotation du capital, plus courte par conséquent est la durée de vie des équipements et plus lourdes, en fin de compte, sont les charges d'amortissement du capital fixe. Le partage de IB tend alors à se faire au détriment de I et à l'avantage de CCF, ce qui signifie une *décroissance* du ratio I / CCF. Cette décroissance entraîne celle du ratio I / U, dont I / CCF est un majorant. On voit ainsi qu'une concurrence excessive (forte et prolongée) est de nature à entraîner I / U sous le seuil critique à savoir la constante a. C'est là la cause principale de crise selon le circuit keynésien.

3.2. L

L'austérité est le fondement de la politique d'obédience classique. Par austérité, la pensée classique entend, s'agissant du *ménage*, austérité du consommateur et austérité du salarié. L'épargne étant supposée nécessaire à l'investissement (postulat fondamental), l'individu est invité à réduire sa consommation au

profit de son épargne. Quant au salarié – le même, en fait –, il est invité à modérer ses revendications de manière à favoriser un allégement du coût salarial des entreprises et donc une hausse de leurs profits, qui sont censés être « les investissements de demain et les emplois d'après-demain ». Il convient de noter la réfutation keynésienne de cette double austérité que l'on veut infliger au ménage. Pour ce qui est du taux d'épargne, sa stabilité est un fait avéré, et il est illusoire de prétendre le relever ; ce serait, du reste, parfaitement vain, sachant que l'épargne n'est pas la base de l'investissement. Quant à l'abaissement du coût relatif du travail, espérer qu'il peut relancer l'investissement, c'est oublier que 1. le moteur de l'investissement n'est pas le coût de l'*offre* de l'entreprise mais la *demande* anticipée par elle et que 2. le prix du travail est certes un coût pour l'entreprise mais un revenu pour le ménage, et le réduire ne peut qu'affaiblir la demande donc l'incitation à investir.

S'agissant de l'*État*, l'austérité concerne son budget. La pensée classique, avalisant la critique monétariste, considère que le déficit budgétaire ne peut que favoriser l'inflation sans réduction du chômage. Aussi l'austérité budgétaire (rigueur monétaire, freinage des dépenses publiques, sévérité fiscale) est-elle préconisée. La théorie keynésienne, elle, selon une idée répandue, prônerait, contre le chômage, le déficit budgétaire. Voyons ce qu'il en est. Pour cela, il est utile de recourir à un prolongement du circuit de base par adjonction de deux pôles supplémentaires : l'État et le « reste du monde » (Poulon, 2015, p. 80).

La condition de crise, dans le circuit ouvert à cinq pôles, est toujours $I - F < 0$ ou $I / F < 1$ (invariance). Cependant, l'inégalité est équivalente à la suivante (Poulon, 2015, p. 85-86) :

$$\frac{I}{U} < a - \frac{D + (X - H)}{U} \qquad (4)$$

où D est le déficit de l'État, X les exportations, H les importations, et a un coefficient positif qui est en plus à présent fonction *croissante* du taux de pression fiscale des ménages.

On voit qu'une politique prétendument keynésienne de déficit budgétaire (augmentation de D) *abaisse* le second membre de (4) : si l'économie est déjà en crise, elle se rapproche de la sortie de crise voire la franchit ; si elle n'est pas en crise, la menace de crise s'éloigne. En économie *fermée*, une telle politique serait une arme radicale contre la crise, et c'est du reste l'abus des modèles d'économie fermée qui a ancré chez beaucoup l'idée que l'arme keynésienne absolue contre la crise était le déficit budgétaire. En fait, Keynes n'a jamais rien prétendu de tel, et l'on comprend avec l'inégalité 4 pourquoi. Le déficit budgétaire, parce qu'il stimule la demande et notamment celle d'importation, va de pair le plus souvent avec le déficit commercial. Sur la relation 4, cela signifie qu'une augmentation de D s'accompagne d'une dégradation de $X - H$: l'effet net sur le second membre de (4) est alors faible et peut même n'être pas la baisse attendue – si la dégradation du solde commercial l'emporte sur l'accroissement du déficit public.

Mais, si la politique de déficit budgétaire est une arme douteuse voire dangereuse contre la crise, quelle est la *vraie* politique keynésienne ?

3.3. L

Le ratio I / U, sous l'effet d'une concurrence excessive (forte et prolongée), subit, nous l'avons vu, une baisse tendancielle le conduisant fatalement sous le seuil critique ici représenté par le second membre de (4). En économie ouverte, la concurrence la plus forte et donc la plus génératrice de crise est celle que

les entreprises résidentes subissent de l'extérieur du pays. Dès lors, une authentique politique keynésienne de lutte contre la crise est une politique de régulation des effets de la concurrence extérieure sur l'économie intérieure. En termes clairs, la politique keynésienne redécouvre le *protectionnisme*.

C'est du reste vers cela que la doctrine keynésienne évoluait dès avant les années 1930, comme l'a bien montré Max Maurin (2010). Le protectionnisme keynésien atteint sa pleine expression dans un article de juillet 1933 du *New Statesman and Nation* intitulé « National Self- Sufficiency » (« L'autosuffisance nationale »), où Keynes déclare que, s'agissant des biens ou services, « il faut que leur production soit nationale chaque fois que cela est possible et raisonnable » (Keynes, 1933, p. 200).

La force de la doctrine protectionniste de Keynes tient au soubassement théorique de celle-ci. Pour la première fois, le protectionnisme reçoit une assise théorique aussi solide que celle donnée un siècle avant par Ricardo au libre-échangisme. De fait, Keynes apparaît comme l'anti-Ricardo par excellence. De même que Ricardo avait, dans le cadre de ses hypothèses, démontré que le libre-échange était avantageux pour *toutes* les nations, de même Keynes démontre que le protectionnisme est salvateur pour *tous* les pays puisque tous subissent, à des degrés divers, les effets destructeurs de la concurrence internationale.

Le protectionnisme keynésien n'est nullement un plaidoyer en faveur de l'autarcie. Il est certes un plaidoyer en faveur de ce qui pourrait être aujourd'hui, pour les États membres de l'Union européenne, une préférence européenne, mais avec l'importante réserve « chaque fois que cela est possible et raisonnable ». À quoi s'ajoute que, le protectionnisme keynésien étant de l'intérêt de *tous*, il est par là même *négociable*. En somme, une organisation mondiale du protectionnisme pourrait prendre la place de l'actuelle Organisation mondiale du commerce, qui est, de fait, une organisation mondiale du libre-échange. Le plein-emploi pourrait alors enfin devenir l'objectif véritablement prioritaire de *toutes* les politiques économiques de par le monde.

N'oublions pas que, pour en arriver là, Keynes a dû changer de paradigme, entendons quitter le paradigme classique – qui avait été très longtemps le sien – pour en fonder un autre qui a émergé en quelque douze années (1924-1936). Il serait toutefois excessif et disproportionné de prétendre opposer au paradigme classique un paradigme keynésien réduit à un seul représentant. Ce serait oublier que la révolution keynésienne, en inventant le circuit, a renoué avec une vieille tradition, la lignée du circuit, « l'une des plus importantes de toute l'analyse économique », disait Schumpeter (1954). C'est pourquoi au paradigme classique mieux nommé *paradigme du marché* se voit, avec Keynes, clairement opposé le *paradigme du circuit*.

Références bibliographiques

Barrère, A. (1952), *Théorie économique et impulsion keynésienne*, Paris, Dalloz.

Barrère, A. (1990), *Macroéconomie keynésienne*, Paris, Dunod.

Friedman, M. (1968), « The Role of Monetary Policy », *American Economic Review*, vol. 58, n° 1, p. 1-17.

Kahn, R. F. (1931), « The Relation of Home Investment to Unemployment », *Economic Journal*, vol. 41, n° 162, p. 173-198.

Keynes, J. M. (1930a), *A Treatise on Money : The Applied Theory of Money*, reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 6.

Keynes, J. M. (1930b), *A Treatise on Money : The Pure Theory of Money*, reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 5.

Keynes, J. M. (1933), « L'autosuffisance nationale », reproduit dans *La Pauvreté dans l'abondance*, trad. fr. L. Cordonnier, T. Demals, L. Duchêne, H. Philipson, N. Postel et F. Van de Velde, Paris, Gallimard, 2002, p. 194-212.

Keynes, J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, trad. fr. J. de Largentaye, Paris, Payot, 1995 et Payot & Rivages pour l'édition corrigée, 2017.

Keynes, J. M. (1937), « Alternative Theories of the Rate of Interest », *Economic Journal*, vol. 47, n° 186, p. 241-252 ; reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 14, p. 215-223.

Keynes, J. M. (1978), *The General Theory and After, Part I : Preparation*, reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, t. 13.

Maurin, M. (2010), « J. M. Keynes, le libre-échange et le protectionnisme », *L'Actualité économique*, vol. 86, n° 1, p. 109-129.

Meltzer, A. H. (1988), *Keynes's Monetary Theory : A Different Interpretation*, Cambridge, Cambridge University Press.

Parguez, A. (1975), *Monnaie et macroéconomie*, Paris, Economica.

Parguez, A. (1979), « Monnaie, circuit, régulation », Université de Franche-Comté, document de travail n° 7906.

Phillips, A. W. (1958), « The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957 », *Economica*, vol. 25, n° 100, p. 283-299.

Poulon, F. (1980), « Graphe, crise et circuit keynésien », *Revue d'économie politique*, vol. 90, n° 4, p. 371-409.

Poulon, F. (1982), *Macroéconomie approfondie. Équilibre, déséquilibre, circuit*, Paris, Cujas.

Poulon, F. (2015), *Économie générale*, 8e éd., Paris, Dunod.

Schmitt, B. (1960), *La Formation du pouvoir d'achat*, Paris, Sirey.

Schmitt, B. (1984), *Inflation, chômage et malformations du capital*, Albeuve-Paris, Castella-Economica.

Schumpeter, J. A. (1954), *Histoire de l'analyse économique*, t. 1, *L'âge des fondateurs (des origines à*

1790), trad. fr. M. Berthold, G.-H. Bousquet, J.-C. Casanova, P.-E. Dauzat, L. Évrard, J.-M. Garnier, R. Ghez, J. Hecht, P. Mongin, M. Robine, A. Tachet et G. Tapinos, Paris, Gallimard, 2004.

Stein, J. L. (1982), *Monetarist, Keynesian and New Classical Economics*, New York (N. Y.), New York University Press.

---

1. Le latin, langue synthétique par excellence, permet de dire en trois mots ce que le français, plus prolixe, exprimerait, par : « Le circuit keynésien : *d'où* vient-il, *où* en est-il, *où* va-t-il ? »

CHAPITRE 8

Au fondement de l'économie, l'incertitude

Michaël Lainé

Au fondement des oppositions entre écoles de pensée, on trouve généralement une vision du monde autour de laquelle s'ordonnent les différentes théories, un thème central qui irrigue les divers courants analytiques et leur confère cohérence et identité. Pour les post-keynésiens, ce thème central est celui de l'incertitude. Leur description d'une économie monétaire de production en est tout droit issue ; la principale interrogation à laquelle font face les acteurs économiques est, pour reprendre la formule de Keynes, « comment triompher des forces secrètes du temps et de l'ignorance de l'avenir » (1936, p. 169) ? En creux se dévoile la principale ligne de démarcation, ou de fracture, séparant ceux qui se présentent volontiers comme les véritables héritiers de la pensée du maître de Cambridge des économistes dits dominants (*mainstream*). Ces derniers sont portés à s'exagérer la clarté du monde. Confiants dans les pouvoirs de la raison, soucieux d'établir l'économie à la hauteur des sciences « naturelles », physique en tête[1], et d'en dégager les lois de fonctionnement, ils traitent l'incertitude comme un problème accessoire parce que maîtrisable par le calcul. De fait, ils échouent à expliquer le rôle et l'émergence de ces deux institutions maîtresses du capitalisme que sont la monnaie et l'entrepreneur.

Dans la conception *mainstream* d'une économie réelle d'échange s'autorégulant par les libres mouvements des prix, la monnaie occupe une place subalterne. La valeur des biens lui préexiste, c'est l'« utilité » (Orléan, 2011). L'économie se détermine en dehors d'elle. Sans impact sur l'investissement et la croissance de long terme, la monnaie est « neutre ». Artifice humain, elle a pour unique raison d'être de faciliter les échanges. Le seul rôle dévolu à la finance est celui d'une allocation optimale des ressources. En ce sens, la monnaie n'ajoute rien à l'économie, elle ne crée pas de richesse ; tout au plus permet-elle à l'économie de s'exprimer. Son influence potentielle est toute de négativité : le moindre écart du prix de l'argent au taux d'intérêt « naturel », déterminé au croisement du désir d'épargne des ménages et de celui d'investir des entrepreneurs, se paie au prix fort soit de l'inflation, soit de la spéculation, soit encore de la dépression. Ainsi, soit la monnaie autorise la réalisation de projets qui existeraient sans elle, soit elle fait tourner la tête et perdre le sens des réalités[2], et se mue en cause des perturbations temporaires de l'économie de marché. Quant à l'entrepreneur, il n'existe que comme coordinateur en chef d'inputs en vue d'optimiser la production. Il n'y a nulle place pour sa vision, ses idées, son talent éventuels. Un demi-siècle plus tard, le constat de William Baumol sonne encore très juste, trop juste : « l'entreprise de la théorie est une entreprise sans entrepreneur » (1968, p. 66 ; notre traduction). En effet, dans les modèles macroéconomiques dominants, les managers sont interchangeables. Il n'est processus plus impitoyable de tri sélectif des intelligences que le marché. Ainsi ne subsistent, à la longue, que les entrepreneurs rationnels, les seuls à même d'agir selon les lois sous-jacentes, probabilistes, d'occurrence des événements futurs. Les managers ne peuvent se distinguer de leurs compétiteurs puisqu'ils en viennent à penser de la même manière : un calcul d'optimisation n'a qu'un résultat. Là encore, leur statut est négatif, secondaire : ou bien ils permettent aux véritables lois économiques d'opérer, ou bien ils leur font obstacle, mais alors ils disparaissent. La seule incertitude à laquelle ils se trouvent confrontés peut être arraisonnée par le calcul probabiliste.

Tout autre est la vision des post-keynésiens. Pour eux, l'existence de la monnaie et des entrepreneurs procède de l'incertitude. Il en est ainsi car l'économie est la science de nos rapports au futur. L'être humain est une corde tendue entre le présent et l'avenir. Ses projets et ses rêves, ses besoins et ses désirs, et jusqu'à ses actes les plus quotidiens ayant une dimension économique, impliquent une réalité en

gestation, non encore là. L'*homo economicus* se projette en permanence, car il tente de maîtriser son destin. En fait, il n'est d'acte économique qui ne l'engage dans le temps, du futur le plus lointain de l'investissement à celui, plus proche, de l'achat de produits financiers – en vue de gains à venir –, des décisions de production et d'embauche à celles de consommation – même les biens et services non durables impliquent une satisfaction différée, du fait de la non-coïncidence entre l'intention d'achat et l'acte de consommation. Or l'incertitude est liée au temps. Elle croît au fil de son écoulement. Ainsi, tous les actes économiques se distinguent par leur degré d'incertitude. Même les routines les mieux établies connaissent d'infimes variations. Pour le dire comme Daniel Kahneman, Peter Wakker et Rakesh Sarin (1997), l'utilité de la décision n'est pas nécessairement celle de l'expérience. Quoi qu'il en soit, les décisions économiques les plus cruciales présentent un très haut degré d'incertitude : l'investissement, qui a pour acteurs les entrepreneurs, et son financement, qui met en jeu la monnaie.

L'argent naissant de la dette (bancaire), son existence est liée à une promesse (de remboursement). À son tour, cette promesse est solidaire d'un pari, celui de l'entrepreneur sollicitant le crédit en vue de mettre en œuvre son projet d'investissement. Dans leur essence même, on le voit, la monnaie comme l'investissement sont fragiles, car ils supposent que le futur le plus lointain vienne valider les projections présentes. La question va au-delà car elle englobe même la production : impossible de connaître à l'avance les profits, puisqu'il y a incertitude sur les revenus comme sur les coûts unitaires, la répartition des charges fixes se faisant nécessairement d'après des hypothèses de ventes… Du fait que l'incertitude est présente à toutes les étapes de la production, elle ne saurait être négligée comme le fait l'économie *mainstream* en la rendant domesticable par le calcul probabiliste. C'est parce qu'elle est radicale, fondamentale, qu'elle exige des types particuliers d'hommes et de femmes, « au tempérament sanguin et constructif » (Keynes, 1936, p. 165), à même de triompher de la peur de l'ignorance et de l'erreur, dotés de la faculté de se repérer dans le brouillard le plus épais, bref des entrepreneurs. Sur les marchés financiers, c'est l'existence même d'une « valeur fondamentale » qui est sujette à caution, puisque l'évaluation d'une entreprise se fait en fonction de sa capacité à générer des revenus dans un futur insaisissable.

Cette question de l'incertitude explique le clivage entre post-keynésiens et néokeynésiens. D'elle découle également en partie la croyance (ou non) en l'autorégulation des marchés. Nulle surprise, donc, dans le fait que les premiers basent leur théorisation de l'incertitude sur une lecture poussée de l'œuvre de Keynes (section 1). On doit aux « pères fondateurs » du post-keynésianisme un affinement et un développement du concept d'incertitude et de ses implications (section 2). Cependant, à la faveur de la redécouverte du *Treatise on Probability* (Keynes, 1921), initiée dans les années 1980, des divergences se sont fait jour sur la nature de cette incertitude : a-t-elle seulement pour origine l'incomplétude et l'imperfection de nos connaissances, ou bien dérive-t-elle aussi de la configuration instable et changeante du monde (section 3) ?

1. Keynes, contempteur des probabilités

Clarifions. Le terme d'incertitude est tellement employé, il a tant d'adeptes, qu'il s'est galvaudé. Pour sûr, les économistes *mainstream* pensent l'intégrer dans leurs modèles par le biais des probabilités. Finalement, pour eux, l'avenir se joue aux dés, et c'est en cela qu'il est incertain : avant de lancer un dé, nul ne peut dire si le résultat sera un « 1 », un « 5 » ou un autre chiffre. Cette incertitude n'est pas totale, puisqu'elle autorise une forme de certitude : pour peu que le dé soit équilibré, il y a une chance sur six d'obtenir n'importe quel nombre. Aux yeux de Keynes, une incertitude de ce type est l'exception plutôt que la règle : « le calcul des probabilités […] était supposé pouvoir ramener l'incertitude au même statut d'entité calculable que la certitude [… or, c'est là] rationalisation fallacieuse » (Keynes, 1937, p. 248 et 259). Pour le comprendre, il convient d'en revenir à l'étude du livre tiré de sa thèse, *A Treatise on Probability*.

Dans cet ouvrage, les probabilités sont une forme de jugement sur le monde et non pas un objet de jugement (Lawson, 1988). En d'autres termes, elles ne renvoient pas à la constitution de l'univers, mais à notre réflexion sur celui-ci. Elles reflètent un degré de croyance. Keynes donne au mot l'acception très générale de « raisonnement en incertitude ». Il distingue quatre cas de figure :

1) les « probabilités » sont si vagues et floues qu'elles n'autorisent même pas de jugements ordinaux (c'est-à-dire de classements entre alternatives) ;

2) elles permettent de ranger les options selon un degré qualitatif de vraisemblance ;

3) pour qualitatives qu'elles soient, elles peuvent être sujettes à un encadrement probabiliste (du type « il y a entre 30 et 60 % de chances que cette proposition soit valide ») ;

4) les « probabilités » sont entièrement numériques (elles correspondent donc à leur sens usuel).

Nul doute que les mathématiques savent traiter des cas 3 et 4, et, dans une certaine mesure, des jugements purement ordinaux (cas 2). Or, d'après Keynes, c'est le cas 1 qui est le plus fréquent, conviction qu'il développera avec éclat vers la fin de sa carrière :

> Par connaissance incertaine, je n'entends pas seulement distinguer ce que l'on considère comme certain de ce qui est seulement probable. Le jeu de la roulette n'est pas, en ce sens, sujet à l'incertitude, pas plus que ne l'est […] l'espérance de vie […]. Les prévisions météorologiques elles-mêmes ne sont que modérément incertaines. Le sens que je donne à ce terme est celui qu'il revêt lorsque l'on qualifie d'incertains la perspective d'une guerre européenne, le niveau du prix du cuivre ou du taux d'intérêt dans vingt ans, l'obsolescence d'une invention récente […]. Pour toutes ces questions, il n'existe aucune base scientifique sur laquelle construire le moindre calcul de probabilité. Simplement : on ne sait pas. (Keynes, 1937, p. 249)

Il est clair que, dans son esprit, l'incertitude renvoie à quelque chose de plus fondamental, c'est-à-dire qu'elle ne peut être assujettie par le calcul. L'absence de savoir ou de base sur lesquels ériger un calcul de probabilité n'empêche pas de former une opinion vague et floue, de se décider malgré tout. Quand bien même l'économie serait-elle traversée de chiffres de part en part, il ne s'ensuit pas que le fait d'en user dans ses prédictions nécessite ou suppose un calcul de type probabiliste :

> […] on arrive vraisemblablement à des estimations numériques par quelque système de classement des décisions alternatives par ordre de préférence, dont certaines fourniront une norme de conduite par le fait même d'être numérique. Mais cela laisse de côté des millions de cas à propos desquels on ne peut seulement arranger un ordre de préférence[3]. (Keynes, 1978a, p. 289)

À en croire Keynes, l'usage des probabilités dans la conduite des affaires humaines ne peut qu'être étroitement circonscrit, non seulement parce qu'elles ne sauraient s'appliquer à la majorité des décisions économiques, mais aussi du fait de l'existence de six défauts rédhibitoires à ce type de réflexion.

Première faille logique : l'hypothèse, implicite, que le futur est semblable au passé. Le raisonnement probabiliste implique que « des causes constantes sont toujours à l'œuvre, qui s'affermissent dans le long terme » (Keynes, 1921, p. 366). Autrement dit, « la probabilité de l'occurrence d'un événement au *r*-ième essai [est supposée] égale *a priori* à sa probabilité au *n*-ième essai » (Keynes, 1921, p. 377). Aux yeux de Keynes, c'est là une hypothèse des plus fortes. « Bien que la nature ait ses habitudes, dues à la récurrence des causes, elles sont générales, et non invariables » (Keynes, 1921, p. 402). Sitôt que l'on admet que le futur ne saurait se déduire du passé, les bases du calcul probabiliste sont sapées. En particulier, les fréquences constatées des événements révolus ne peuvent fournir de bonne approximation de leur occurrence à l'avenir.

Deuxième faille logique : le calcul probabiliste ne fait pas nécessairement sens. Et Keynes de prendre l'exemple

> d'une pièce dont l'avers est identique au revers : ils sont ou tous les deux pile ou tous les deux face. À chaque lancer, pour peu que les résultats soient inconnus, la probabilité d'obtenir pile et celle d'obtenir face est bien d'1/2 ; seulement, la probabilité d'obtenir *m* pile ou *m* face en *2m* lancers est zéro, et il est certain *a priori* qu'il y aura ou *2m* faces ou bien zéro. (Keynes, 1921, p. 374)

Constituer un problème décisionnel comme relevant du calcul probabiliste implique des hypothèses fortes dont il n'est pas dit qu'elles ne le déforment pas complètement. De manière générale, si notre raisonnement s'appuie, si peu que ce soit, sur des faits passés ou présents dont nous ignorons l'existence, le calcul probabiliste est fallacieux, puisque celle-ci est binaire par essence : un fait est ou n'est pas avéré. Il ne peut l'être à 18 ou 87 %. C'est pourquoi Keynes soutenait qu'« il n'y a aucune relation directe entre la vérité d'une proposition et sa probabilité. Les probabilités commencent et finissent par des probabilités » (1921, p. 356).

Troisième faille logique : se reposer sur un calcul probabiliste suppose d'être en mesure de dresser, au préalable, une liste des éventualités et de leur attacher des conséquences. Il est impossible non seulement de deviner à l'avance toutes les éventualités, mais aussi de prévoir toutes les conséquences de nos décisions. Ce credo est une constante chez Keynes (Dostaler, 2005 ; Skidelsky, 2004).

Quatrième faille logique : l'incomplétude des connaissances. En dépit des formulations confuses et partiellement contradictoires dont il fait l'objet, le concept de « pondération des raisonnements » (*weight of argument*) avancé par Keynes dans *A Treatise on Probability* renvoie vraisemblablement à un degré de complétude des informations ou connaissances (Runde, 1990). En effet, « une nouvelle preuve va parfois décroître la probabilité d'un raisonnement, mais elle accroîtra toujours sa pondération [car nous avons

alors une] base plus substantielle sur laquelle ériger notre conclusion » (Keynes, 1921, p. 77). Par là, il est possible de l'assimiler à une probabilité de second ordre, à la façon de Peter Gärdenfors et Nils-Eric Sahlin (1982). Or l'évaluation de ce degré de complétude nécessite, à son tour, une information capitale : de combien d'informations ai-je besoin, et lesquelles ? À supposer qu'il puisse exister, un tel savoir est hors de portée des facultés humaines. On comprend mieux pourquoi Keynes avouait : « après mûres réflexions, je demeure indécis quant à l'importance à attacher » (1921, p. 77) à ce concept de pondération des raisonnements.

Cinquième faille logique : la finitude humaine. Quand bien même le futur serait semblable au passé, « les contingences possibles sont trop nombreuses pour être couvertes par un nombre fini d'expériences, et un calcul exact est de ce fait hors de question » (Keynes, 1921, p. 402).

Sixième faille logique : la « rationalité autoréférentielle » des marchés financiers (Orléan, 1999). Réaliser une plus-value consiste à acheter avant que le cours ne monte pour vendre avant que le cours ne baisse. Or ce sont les opérateurs qui font les cours, en fonction de leurs ordres d'achat et de vente. Il s'agit donc de pénétrer leurs vues. C'est bien là le véritable objet de la spéculation, analyse Keynes, et non la prédiction d'une hypothétique « valeur fondamentale », qui n'importe qu'autant que les acteurs y croient. Et comme chaque opérateur tente de faire la même chose, c'est l'ensemble des investisseurs qui s'essaie à deviner quelle sera l'opinion des investisseurs, le marché tentant de se devancer lui-même en permanence, dans une mise en abyme potentiellement infinie. Pareil processus est intrinsèquement instable et précaire. On aura beau s'épauler sur les probabilités, elles ne seront d'aucun secours, puisque cela implique une régression infinie.

Ces six apories distinguées par Keynes expliquent son rejet du raisonnement probabiliste, même dans une optique normative censée rendre compte de ce que devraient faire les acteurs économiques s'ils voulaient être rationnels. Comme il l'affirme avec force dans la *Théorie générale*, « notre connaissance actuelle ne saurait fournir la base d'une prévision calculée mathématiquement » (Keynes, 1936, p. 168).

Cette critique normative se double d'une critique descriptive. En l'absence de calcul probabiliste possible, les individus s'appuient sur des conventions (Favereau, 1988) et s'en remettent à leurs instincts, ou « esprits animaux » (Lainé, 2018). Dans le chapitre 12 de la *Théorie générale*, Keynes souligne à quel point les individus se débarrassent de l'encombrant problème de l'incertitude en « supposant, en vertu d'une véritable convention, que l'évaluation du marché est la seule correcte, de quelque façon qu'elle ait été formée » (1936, p. 168).

> La paix et le confort de l'esprit nécessitent que nous nous cachions l'étendue de notre ignorance. Pourtant, nous avons besoin d'être guidés par quelque hypothèse. Nous tendons de fait à substituer au savoir hors de portée certaines conventions. (Keynes, 1978b, p. 124)

Par ailleurs, « la plupart […] de nos décisions », qu'elles soient « morales, hédoniques, ou économiques […], personnelles ou politiques » relèvent plus d'un « optimisme spontané », d'une « impulsion à agir » associés au nom d'« esprits animaux » (Keynes, 1936, p. 177). L'optimisme est de l'ordre de la prévision, l'impulsion de celui de la décision. Aussi les esprits animaux combinent-ils les deux pour déterminer les entrepreneurs à investir. Leur rôle est de triompher de l'incertitude. En même temps, ils sont marqués du sceau de l'ambiguïté, puisqu'on leur doit l'essentiel des fluctuations de l'activité : « Les prévisions jouent un rôle prédominant […], mais la base de ces prévisions est […] des plus précaires. Fondées sur des indices mouvants et incertains, elles sont sujettes à des variations

soudaines et violentes » (Keynes, 1936, p. 317). Lorsque survient la crise, les investisseurs préfèrent le refuge de la liquidité à la prise de risque…

> Pour des raisons en partie rationnelles et en partie instinctives, notre désir de détenir de la monnaie comme réserve de richesse est un baromètre du degré de méfiance dans nos propres calculs et conventions concernant le futur. (Keynes, 1978b, p. 115-116)

Un des éléments les plus féconds de l'analyse keynésienne réside peut-être dans l'ambivalence des conventions et des esprits animaux, à la fois remèdes à l'incertitude (sans eux, les acteurs économiques seraient paralysés par le doute) et facteurs potentiels d'instabilité, et, partant, d'incertitude. Par où se dévoile la nature tragique de l'économie, puisque ce par quoi on dissipe l'incertitude en crée…

2. Robinson, Shackle, Minsky : la vision des pères fondateurs du post-keynésianisme

Ce « plus illustre des inconnus » qu'est Keynes, auteur « d'une œuvre si universellement citée et finalement si peu lue » (Le Héron, 2007, p. 167-168), l'est aussi d'une postérité nombreuse. Sans doute ne reconnaîtrait-il pas tous ses petits. En particulier, ce que l'on a appelé le « keynésianisme hydraulique », celui qui croit qu'il suffit d'ouvrir les vannes de la consommation et de l'investissement pour que monte le niveau des richesses… Le modèle IS-LM[4], qui s'est imposé après-guerre, en relève, lui qui a fini dans l'esprit du public et dans celui d'une partie des économistes par être confondu avec « le » keynésianisme.

Or ce type d'explication évacue complètement la question de l'incertitude. Et pourtant, « Keynes sans l'incertitude est comme Hamlet sans le prince »[5], avertit Minsky (1975, p. 55). De fait, l'analyse keynésienne est tout sauf une analyse purement mécanique ou logique, puisque les façons de penser des individus peuvent venir en gripper les rouages. En effet, en raison de l'incertitude, la psychologie occupe une place centrale, et notamment ce que Keynes appelle les « lois psychologiques fondamentales »[6], au premier rang desquelles les « variations des vues sur l'avenir » dues aux esprits animaux, lesquelles impactent la décision d'investir, ainsi que « la préférence pour la liquidité », laquelle influence le taux d'intérêt et la décision spéculative. Il ne suffit pas de favoriser la consommation et l'investissement, encore faut-il prendre en compte les anticipations des entrepreneurs et opérateurs des marchés financiers… En d'autres termes, en matière d'investissement – productif ou financier –, ce qui importe le plus est l'anticipation des acteurs de l'économie, et non les variables réelles.

Au sein de la grande famille des post-keynésiens, habitude a été prise d'appeler « incertitude radicale » la sorte d'incertitude analysée par Keynes. Quoiqu'il ne soit pas l'auteur de ce terme et qu'il soit difficile d'en retracer l'origine, l'idée est bien la sienne. Certains la rapprochent de la distinction de Frank Knight (1921) entre risque, probabilisable, et incertitude, non probabilisable (par exemple Lavoie, 2014). Toutefois, si l'ensemble des courants post-keynésiens reconnaissent que l'investissement se dessine sur la trame de l'incertitude radicale, ils diffèrent sensiblement quant à leur traitement de la question. Beaucoup tendent à penser qu'une incertitude aussi radicale ne peut que faire radicalement obstacle à l'analyse. Pas grand-chose ne peut être dit à son sujet. Portés à raisonner en termes de flux macroéconomiques, les circuitistes[7] ne prennent en considération que l'après du triomphe de l'incertitude par les entrepreneurs, une fois l'investissement acté. D'où l'absence d'études sur la psychologie au sein de ce courant. Seule compte la logique d'ensemble. Que Keynes n'emploie pas moins de soixante-seize fois l'expression « psychologique » dans son œuvre maîtresse, qu'il fasse découler la cyclicité de l'économie de « variables psychologiques fondamentales », illustre toute la difficulté de l'analyse, même quand on se réclame de sa pensée. Au vrai, il est possible de soutenir que dans le cadre temporel attribué au Keynes de la *Théorie générale*, celui de la « courte période », ces variables fondamentales sont considérées comme données ou constantes (Asimakopoulos, 1991).

Quant aux modèles d'accumulation kaleckiens, ils font intervenir l'incertitude dans la fonction d'investissement *via* la psychologie des entrepreneurs (leurs « esprits animaux ») pour mieux la soustraire de leur préoccupation, puisque ces derniers s'adaptent passivement aux fluctuations des capacités de production. En se dérobant à la modélisation, l'incertitude radicale s'apparente plus à une incantation verbale quand le théoricien, tout post-keynésien soit-il, tente de formaliser l'analyse. Elle vient justifier sa non-adhésion à une démarche en termes d'équilibre et de croyances probabilistes, mais elle tend à disparaître dans la suite de son analyse. Sans doute compte-t-il sur une sorte de division intellectuelle des

tâches. À d'autres que lui le soin de développer l'interprétation de ce concept fondateur ; à charge pour lui ensuite d'intégrer à sa formalisation les éclaircissements qui pourraient surgir… s'ils sont applicables !

Parmi les premiers disciples de Keynes, il en est qui ont spécifiquement étudié l'incertitude radicale. Joan Robinson et Hyman Minsky ont affiné et précisé la pensée du maître. Quant à George Shackle, il a apporté quelques contributions décisives.

> Keynes a ramené le temps dans la théorie économique. Il a réveillé la Belle au bois dormant du long oubli auquel l'avaient condamnée « équilibre » et « prévision parfaite » [notions clé de la science économique dominante] et l'a menée dans le monde d'ici et de maintenant. (Robinson, 1962, p. 73 ; notre traduction)

Joan Robinson le dit bien : la prise en compte de l'incertitude implique celle du temps *historique*, par opposition au temps logique des modèles *mainstream*. En effet, un investissement est irréversible : cette machine qui débite des boulons, ce logiciel qui gère mes bases de données existent bien. Maintenant que je les ai payés, je suis obligé de faire avec, je ne peux revenir sur ma décision. Bien sûr, il est possible de les revendre mais, outre que certains biens de production auront été spécifiquement adaptés à mon entreprise, le rabais qu'il faudra consentir pour convaincre un éventuel acquéreur, le temps à y consacrer augmentent l'incertitude et le coût de l'opération. De là l'importance des décisions passées. L'économie dépend du sentier emprunté précédemment. Si le futur ne saurait être tout à fait semblable au passé, il ne saurait en être indépendant non plus. C'est parce que chaque décision enchaîne pour l'avenir que son imprévisibilité pèse. La décision de production ne saurait être un pur calcul dégagé de ce type de contingence, ce que l'on entend sous le vocable de « temps logique ». Et ce, d'autant moins que, dans les modèles *mainstream* canoniques, dits DSGE (pour *dynamic stochastic general equilibrium* – équilibre général dynamique stochastique), les individus règlent pour toute leur vie, à l'instant initial, l'ensemble de leurs actes, sur la foi de leurs probabilités d'occurrence. Au-delà de l'absurdité de cette démarche, la notion même d'équilibre de long terme pose problème. Elle sous-entend d'une certaine manière que l'à-venir, fût-il probabiliste, est déjà contenu dans le présent. Le voilà prédéterminé. Robinson n'aura pas de mots assez féroces pour qualifier la croyance en un équilibre de long terme vers lequel tendrait l'économie d'elle-même, véritable négation de l'idée d'incertitude radicale : « les néoclassiques […] se sont retirés, derrière un écran de fumée algébrique, dans un monde où le futur est en quelque sorte déjà réalisé » (1979, p. XIII ; notre traduction).

Minsky mettra l'accent sur l'interaction entre investissement et dynamiques d'endettement. En effet, « une décision d'investissement est toujours une décision de structure d'endettement » (Minsky, 1986, p. 192), pour la simple raison qu'une production doit être financée. L'incertitude radicale a pour corollaire des doutes sur la capacité de l'emprunteur à rembourser. Puisque l'avenir n'est pas mathématiquement prévisible, c'est la perception du risque qui emportera la décision. Or celle-ci est mi-conventionnelle mi-émotionnelle. Instable, elle engendre de l'incertitude. La perception du risque du prêteur par le banquier chute généralement en période d'innovation ou de dérégulation financière, ce qui l'amène à réduire ses taux d'intérêt, action propice à susciter une baisse équivalente de la perception du risque de l'emprunteur. « Si les entrepreneurs ont été couronnés de succès *et* qu'ils ont *confiance* en des succès futurs, alors le risque de l'emprunteur sera faible » (Minsky, 1986, p. 215 ; nous soulignons). Ainsi s'enclenchent des dynamiques d'endettement procycliques, à l'origine d'un « paradoxe de la tranquillité » : c'est quand tout va bien que les graines de la crise financière future sont semées[8].

Sans conteste, Shackle est celui des post-keynésiens qui a poussé le plus loin l'analyse de l'incertitude radicale. L'expérience nous enseigne constamment combien éloignée de nos attentes peut être la réalité. La surprise est notre lot quotidien. Cependant, nous ne sommes pas tout à fait démunis. Par moments, nous soupçonnons une surprise possible. Dans nos délibérations, nous tentons de prendre en compte les raisons pour lesquelles les faits pourraient déjouer nos projets. Que nous arrêtions notre choix n'empêche pas dans le même élan de délimiter des causes de « surprise potentielle ». Si par la suite des événements surgissent qui en faisaient partie, ils seront dits « contraires aux attentes » (*counter-expected*). Dans le cas contraire, ils seront « inattendus » (*unexpected*), nous laissant dans une relative impuissance. L'incertitude radicale entourant les décisions d'investissement implique le caractère « crucial » ou « autodestructeur »[9] (Shackle, 1955) de l'expérience. En l'espèce, l'expérience détruit les conditions de l'expérience :

> Si je veux connaître l'effet qu'aura sur moi la lecture d'une œuvre littéraire particulière, je dois la lire. Une fois ceci accompli, je ne peux revenir à mon état d'ignorance. Le fait de s'engager dans une élection, de conduire une bataille, quels qu'en soient les résultats, altérera le monde d'une manière irréversible. Quel sens peut-il y avoir à parler de risque calculé dans le domaine des expériences autodestructrices ? (Shackle, 1979, p. 135)

Il en est ainsi parce que l'environnement des décisions d'investir est tellement complexe, il s'y enchevêtre tant de paramètres, que l'expérience est à un très haut degré unique. Par ailleurs, ses conséquences rendent impossible sa répétition. On ne peut alors se fier à la fréquence des événements passés.

> Napoléon ne pouvait pas répéter la bataille de Waterloo une centaine de fois dans l'espoir que, dans un certain nombre de cas, les Prussiens arriveraient trop tard. […] Aurait-il gagné, la nécessité d'une répétition ne se serait pas fait sentir avant longtemps ; le fait de perdre rendit la répétition impossible. (Shackle, 1955, p. 25)

Puisque l'on ne saurait trop se laisser guider par le passé, il convient de faire preuve d'imagination, clé de voûte de l'architecture théorique schackléenne. C'est là le rôle des entrepreneurs, sans lesquels l'investissement serait impossible.

> L'homme qui décide imagine les résultats qu'il estime découler de chacun des actes qu'il envisage, mais ceux-ci ne peuvent être entièrement déterminés par les faits antérieurs, ni déduits totalement du passé, ils impliquent quelque chose qui ne peut en aucune façon être trouvé dans l'expérience : un élément d'*inspiration*. (Shackle, 1961, p. 34)

L'incertitude radicale est une prison dont on s'évade par l'imagination… Il en résulte que « les profits dépendent de l'imprévisibilité radicale inhérente aux affaires humaines » (Shackle, 1955, p. 92). Au-delà même des innovations, tout investissement nécessite une forme de rupture avec le passé. « Le futur n'a pas à être découvert mais […] il doit être créé » (Shackle, 1961, p. 14). Si l'œuvre de Shackle

est des plus stimulantes, elle n'aura qu'une postérité réduite. Sans doute cela est-il dû, en partie, à une certaine pente solipsiste de sa pensée, qui semble exclure jusqu'à l'idée de cause. Le présent serait création perpétuelle, « cause non causée », commencement toujours renouvelé. Toute comparaison entre présent et passé serait vaine. S'il semble difficile de suivre Shackle sur ce point, il n'en demeure pas moins que ses concepts d'expérience cruciale, de surprise potentielle et d'imagination sont d'une très grande portée.

3. L'incertitude, configuration de l'univers ou de l'esprit humain ?

Reste que la nature de l'incertitude n'est rien moins… qu'incertaine. À la faveur de la redécouverte du jeune Keynes, auteur d'une investigation philosophique longuement mûrie sur les conditions de possibilité du raisonnement probabiliste, un débat s'est engagé depuis la fin des années 1980[10]. Toujours actuel, il a trait à la cause de l'incertitude. Découle-t-elle des limites du cerveau humain ? On la dira « épistémologique ». Résulte-t-elle *également* de la configuration de l'univers ? On l'appellera « ontologique ». Dans un cas, ce sont nos connaissances qui sont imparfaites et lacunaires. Dans l'autre, c'est la réalité elle-même qui mute, changeante et instable. Le futur est dissemblable au passé, il ne saurait en être déduit, configuration causale que Paul Davidson (1987 ; 1991 ; 1996), théoricien inlassable et influent de l'incertitude radicale, appelle « non-ergodicité ». Plus précisément, ce qu'il qualifie d'« ergodique » est la convergence des observations statistiques dans le temps et l'espace vers leur véritable probabilité, causale, d'occurrence, hypothèse sous-jacente à la théorisation *mainstream*, pour laquelle « tous les mouvements et transformations futurs sont déjà prédéterminés » (Davidson, 1996, p. 480 ; notre traduction) par une réalité sinon immuable, du moins dont les lois de métamorphose sont fixées à l'avance. En d'autres termes, l'ergodicité désignerait la croyance au déroulement impeccable et implacable des mêmes causes et conséquences, exempte de novation réelle, de rupture ou de bouleversement. Bien que Miguel Álvarez et Dirk Ehnts (2016), John Barkley Rosser Jr. (2015) et Rod O'Donnell (2015 ; 2016a ; 2016b) semblent avoir raison quand ils soulignent la mésinterprétation de Davidson au sujet de ce concept emprunté à la science physique, cela ne change rien au fond du débat : quel que soit le nom que l'on donne à cette caractéristique, l'incertitude radicale vient-elle de la configuration de l'esprit humain, ou bien *également* de celle de l'univers ? La controverse n'est évidemment pas tranchée.

« Les états de la nature, identiques dans chacune de leurs composantes, pourraient ne jamais se reproduire » (Keynes, 1921, p. 276). Cette affirmation de Keynes renvoie bien à l'essence des choses, instable et précaire, puisqu'il l'oppose à la connaissance que l'on peut en avoir dans la suite de la même phrase : « et quand bien même ils se reproduiraient, nous pourrions ne jamais le savoir ». « Bien que la nature ait ses habitudes, dues à la récurrence des causes, elles sont générales, et non invariables », car « les contingences sont trop nombreuses » (Keynes, 1921, p. 402). Aussi Keynes tenait-il ce qu'il appelait la « loi d'uniformité de la nature » – son invariabilité dans le temps et l'espace – pour une hypothèse rarement avérée. Dans une lettre célèbre à Roy Harrod, il soulignait combien, au contraire des sciences naturelles types, « le matériau auquel on applique [la méthode économique] est, à bien des égards, non homogène dans le temps » (Keynes, 1978b, p. 296). De fait, en matière d'investissement, Keynes met en exergue « l'extrême précarité des *bases* du savoir » (1936, p. 165). « Bases du savoir » : le vocable renvoie, non aux connaissances, mais à ce qui les fonde, les faits. Le réel ne reste pas identique à lui-même ; son évolution n'est pas entièrement prédéterminée ; il y entre un véritable élément de nouveauté ; de temps à autre, les causes se métamorphosent d'elles-mêmes et non pas complètement sous l'action d'autres causes. Pour Keynes, il y a cyclicité de l'économie car « il n'est pas un seul des facteurs précédents qui ne soit susceptible de varier, parfois dans une large mesure, sans beaucoup prévenir. De là l'extrême complexité du cours réel des événements » (1936, p. 254).

La cause semble entendue. Le futur n'est pas la morne répétition du passé. Il y a en lui un élément d'irréductible singularité, de radicale nouveauté, un point que soulignent à l'envi des auteurs aussi différents que George Shackle (1955), Tony Lawson (1997) ou Giuseppe Fontana et Bill Gerrard (2004).

Ce débat est indissociable d'un autre, celui sur la liberté des individus, leur capacité à infléchir le cours des événements. En effet, si la seule cause d'incertitude relevait de nos connaissances, il n'y aurait de « liberté » que d'ignorance des lois probabilistes. Du moment que je sais quelles sont les vraies probabilités, la notion même de choix se vide de sa substance ; me voici contraint de retenir l'option dont l'espérance mathématique est la plus élevée. « Si les choix peuvent faire une différence, la structure stochastique [= probabiliste] peut changer sous l'effet des décisions individuelles et organisationnelles […]. Le futur serait alors gros de nouvelles possibilités, avec de nouvelles probabilités » (Fontana et Gerrard, 2004, p. 623 ; notre traduction).

Pour Anna Carabelli, « Keynes était loin de penser à une stabilité ou instabilité générale […] du monde ». De fait, « la certitude ou l'incertitude relève de la théorie et non du monde » (1988, p. 212 ; notre traduction). Selon elle, Keynes n'aurait pas osé s'aventurer sur un terrain ontologique, par où elle rejoint l'argumentation d'O'Donnell sur « l'inanité de développer des théories de l'incertitude fondées sur des propositions ontologiques telles que la non-ergodicité, car l'incertitude persistera, que ces propositions soient ou non avérées » (2013, p. 130 ; notre traduction). À l'appui de son scepticisme, Carabelli cite bien sûr le maître : « presque tout ce dont je traite peut s'exprimer en termes de connexion logique. Et les liens entre connexion logique et cause matérielle sont sujets à caution » (Keynes, 1921, p. 183). En effet,

> la validité et la nature raisonnable de la généralisation inductive sont, donc, une question de logique, et non d'expérience, de lois formelles et non de lois matérielles. La véritable constitution de l'univers phénoménal détermine le caractère de la preuve, mais il ne peut déterminer quelles conclusions en tirer rationnellement. (Keynes, 1921, p. 221)

Le raisonnement en incertitude serait uniquement affaire de logique et ne contiendrait pas la moindre conjecture ontologique. En outre, la critique d'O'Donnell vise quatre « défauts fondamentaux » de ce qu'il appelle « l'approche ergodique / non-ergodique » (2016b) :

1) son point de départ est celui d'une ontologie située en dehors du champ des possibilités humaines ;

2) il s'agit d'une importation théorique en provenance de la physique ;

3) elle repose sur une opposition entre certitude et incertitude, comme si la certitude était un prérequis de l'action ;

4) il refuse d'engager sérieusement une réflexion épistémologique.

Sans préjuger de la qualité des arguments de Davidson (notamment 2016), visé par O'Donnell, qu'il soit permis à l'auteur de ces lignes d'avancer quelques remarques. Les défauts 2 et 4 peuvent être facilement dissipés. Il suffit de choisir l'étiquette plus générale d'« incertitude ontologique » en lieu et place d'« ergodicité ». En outre, l'argument en sa faveur n'est pas que l'incertitude n'a aucune source épistémologique, mais bien qu'il s'y *ajoute* une source ontologique.

La critique des tenants de l'incertitude épistémologique se fonde presque exclusivement sur un ouvrage, *A Treatise on Probability*. Or sa démarche est bien particulière. Au risque de susciter une certaine confusion terminologique, Keynes y appelle « probabilité » le jugement logique en incertitude, c'est-à-dire quelle conclusion il est rationnel de tirer du savoir à notre disposition. Il ne s'y intéresse pas à la vérité de nos jugements, mais à leur validité : « aucune proposition n'est en elle-même probable ou improbable […], la probabilité de la même affirmation varie en fonction des éléments de preuve

(*evidence*) » (Keynes, 1921, p. 7). Keynes examine la vérité *relative* des réflexions, c'est-à-dire sur la seule base des informations disponibles, que celles-ci soient vraies ou non. En apparence, il n'y est question que d'épistémologie. Pour autant, il consacre toute une partie sur les cinq que comporte l'ouvrage aux conditions de validité de l'induction, laquelle implique l'usage des probabilités, ce qui l'amène à examiner la nature de l'univers, bref l'ontologie. Sa réflexion comporte les deux dimensions. Or ces deux dimensions sont bien facteurs d'incertitude.

Conclusion

L'incertitude radicale n'en finit pas d'évoluer. Toutefois, le progrès des connaissances ne saurait l'éradiquer, pour des raisons fondamentales. Par exemple, sur les marchés financiers, c'est le désaccord sur le futur qui est la condition de l'échange. Un vendeur croit en la chute des cours tandis qu'un acheteur anticipe l'inverse. La certitude quasi unanime a pour nom « spéculation » : plus il y a d'individus pour penser que les prix vont monter / descendre, plus les prix grimperont / dégringoleront. Il s'ensuit que l'incertitude stabilise autant qu'elle déstabilise. Autre exemple : l'entrepreneuriat. Si les lois commandant à l'évolution économique pouvaient être *toutes* découvertes, diriger une entreprise s'apparenterait à un pur jeu de hasard. Les managers opteraient pour les mêmes choix et il n'y aurait plus de profit, une conclusion à laquelle aboutissaient déjà Auguste Walras et Gérard Debreu. Or l'activité entrepreneuriale suppose la recherche du profit. Contradiction fatale, qui montre bien que l'économie ne serait pas possible sans incertitude radicale.

Quant à l'évolution de la théorie post-keynésienne à son égard, il est possible d'entrevoir deux tendances. Un rapprochement avec la théorie schumpétérienne, comme cela a commencé à s'opérer çà et là (Bertocco, 2007), en raison des profondes affinités entre ces deux théories (monnaie endogène, rôle des entrepreneurs, etc.). Mais aussi un développement et approfondissement des études de terrain, psychologiques notamment, afin de mieux cerner comment les acteurs économiques font face à l'incertitude.

Références bibliographiques

Álvarez, M. C., et Ehnts, D. (2016), « Samuelson and Davidson on Ergodicity : A Reformulation », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 39, nº 1, p. 1-16.

Asimakopulos, A. (1991), *Keynes's General Theory and Accumulation*, Cambridge, Cambridge University Press.

Baumol, W. J. (1968), « Entrepreneurship in Economic Theory », *American Economic Review*, vol. 58, nº 2, p. 64-71.

Bertocco, G. (2007), « The Characteristics of a Monetary Economy : A Keynes-Schumpeter Approach » *Cambridge Journal of Economics*, vol. 31, nº 1, p. 101-122.

Carabelli, A. (1988), *On Keynes's Method*, Londres, Macmillan.

Davidson, P. (1987), « Some Misunderstanding on Uncertainty in Modern Classical Economics », dans C. Schmidt (dir.), *Uncertainty in Economic Thought*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 21-37.

Davidson, P. (1991), « Is Probability Theory Relevant for Uncertainty ? A Post Keynesian Perspective », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, nº 1, p. 129-143.

Davidson, P. (1996), « Reality and Economic Theory », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 18, nº 4, p. 479-508.

Davidson, P. (2016), « Rejoinder to Rosser, O'Donnell, and Carrión Álvarez and Ehnts on their Criticisms of My Ergodic / Nonergodic Formulation of Keynes's Concept of an Actuarial Certain Future vs. an Uncertain Future », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 39, nº 3, p. 308-333.

Dostaler, G. (2005), *Keynes et ses combats*, Paris, Albin Michel.

Favereau, O. (1988), « La *Théorie générale* : de l'économie conventionnelle à l'économie des conventions », *Cahiers d'économie politique*, nº 14-15, p. 197-220.

Fontana, G., et Gerrard, B. (2004), « A Post Keynesian Theory of Decision Making under Uncertainty », *Journal of Economic Psychology*, vol. 25, nº 5, p. 619-637.

Gärdenfors, P., et Sahlin, N.-E. (1982), « Unreliable Probabilities, Risk Taking and Decision Making », *Synthese*, vol. 53, nº 3, p. 361-386.

Kahneman, D., Wakker, P. P., et Sarin, R. (1997), « Back to Bentham ? Explorations of Experienced Utility », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, p. 375-405.

Keynes, J. M. (1921), *A Treatise on Probability*, reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 8.

Keynes, J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, trad. fr. J. de Largentaye, Paris, Payot, 1995 et Payot & Rivages pour l'édition corrigée, 2017.

Keynes, J. M. (1937), « La théorie générale de l'emploi », reproduit dans *La Pauvreté dans l'abondance*, trad. fr. L. Cordonnier, T. Demals, L. Duchêne, H. Philipson, N. Postel et F. Van de Velde, Paris, Gallimard, 2002, p. 240-260.

Keynes, J. M. (1978a), *The General Theory and After : A Supplement*, reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, t. 29.

Keynes, J. M. (1978b), *The General Theory and After, Part II : Defence and Development*, reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, t. 14.

Knight, F. H. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, New York (N. Y.), Harper.

Lainé, M. (2018), *Sous l'emprise des esprits animaux. Essai sur le comportement d'investissement des entrepreneurs*, Paris, Classiques Garnier.

Lavoie, M. (2014), *Post-Keynesian Economics : New Foundations*, Cheltenham, Edward Elgar.

Lawson, T. (1988), « Probability and Uncertainty in Economic Analysis », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 11, nº 1, p. 38-65.

Lawson, T. (1997), *Economics and Reality*, Londres, Routledge.

Le Héron, E. (2007), « *Keynes et ses combats*, de Gilles Dostaler », *Cahiers d'économie politique*, nº 52, p. 167-176.

Minsky, H. P. (1975), *John Maynard Keynes*, New York (N. Y.), Columbia University Press.

Minsky, H. P. (1986), *The Financial Instability Hypothesis*, Cambridge, Cambridge University Press.

Mirowski, P. (2001), *Plus de chaleur que de lumière*, Paris, Economica.

O'Donnell, R. (2013), « Two Post-Keynesian Approaches to Uncertainty and Irreducible Uncertainty », dans G. C. Harcourt et P. Kriesler (dir.), *The Oxford Handbook of Post-Keynesian Economics*, Oxford, Oxford University Press, t. 2, p. 124-142.

O'Donnell, R. (2015), « A Critique of the Ergodic / Nonergodic Approach to Uncertainty », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 37, nº 2, p. 187-209.

O'Donnell, R. (2016a), « Second Contribution to the Ergodic / Nonergodic Critique : Reply to Davidson, Part 1 », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 39, nº 1, p. 17-43.

O'Donnell, R. (2016b), « Third Contribution to the Ergodic / Nonergodic Critique : Reply to Davidson, Part 2 », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 39, nº 2, p. 145-171.

Orléan, A. (1999), *Le Pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob.

Orléan, A. (2011), *L'Empire de la valeur*, Paris, Seuil.

Robinson, J. (1962), *Essays in the Theory of Economic Growth*, Londres, Macmillan.

Robinson, J. (1979), *The Generalization of the General Theory, and Other Essays*, Londres, Macmillan.

Rosser, J. B., Jr. (2016), « Reconsidering Ergodicity and Fundamental Uncertainty », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 38, nº 3, p. 331-354.

Runde, J. (1990), « Keynesian Uncertainty and the Weight of Arguments », *Economics and Philosophy*, vol. 6, nº 2, p. 275-293.

Shackle, G. L. S. (1955), *Uncertainty in Economics, and Other Reflections*, New York (N. Y.), Cambridge University Press.

Shackle, G. L. S. (1961), *Décision, déterminisme et temps*, trad. fr. G. Devillebichot et P. Boisseau, Paris, Dunod, 1967.

Shackle, G. L. S. (1979), *Imagination and the Nature of Choice*, Édimbourg, Edinburgh University Press.

Skidelsky, R. (2004), *John Maynard Keynes, 1883-1946 : Economist, Philosopher, Statesman*, Londres, Macmillan.

Weber, M. (1905), *L'Éthique protestante et l'Esprit du capitalisme*, trad. fr. J.-P. Grossein, Paris, Gallimard, 2004.

---

1. Les novations théoriques majeures des marginalistes consistent en une importation méthodique et une transposition systématique, assumée, des modèles de la science physique du XIX[e] siècle (cf. Mirowski, 2001). Le marginalisme bouleverse les cadres de pensée du libéralisme classique puisqu'il fait dériver la valeur des biens, non plus du travail du producteur, mais de l'« utilité », c'est-à-dire de la satisfaction psychologique que ces biens procurent au consommateur. Son arrivée marque la naissance de l'école néoclassique.

2. Au vrai, il faudrait faire l'histoire de l'influence du puritanisme religieux sur la vision monétaire des économistes classiques et de leurs épigones. Difficile de ne pas y lire la trace de la condamnation biblique de l'argent. La monnaie détourne l'homme de raison du droit chemin ; elle est un artifice dangereux. Il serait intéressant de relier cette vision de la monnaie à l'esprit du capitalisme magistralement analysé par Max Weber (1905).

3. Pour Keynes (1921 ; 1978a ; 1978b), notre traduction.

4. Le modèle IS-LM a été développé par John Hicks en 1937 à partir de sa lecture de la *Théorie générale* de Keynes. Ce modèle, désigné comme étant le fruit d'« une synthèse » avec les néoclassiques, est rejeté par les post-keynésiens. « IS » correspond à l'équilibre des biens et services à travers deux équations : investissement et épargne. « LM » correspond à l'équilibre du marché de la monnaie avec une offre de monnaie exogène et une demande de monnaie endogène (motif de transaction, de précaution et de spéculation). L'équilibre économique du PIB et du taux d'intérêt (Y^*, r^*) se trouve à l'intersection de *IS* et de *LM*. Les keynésiens de la synthèse donnent une très grande importance au taux d'intérêt et croient à l'efficacité de la politique monétaire.

5. Pour Minsky (1975 ; 1986), notre traduction.

6. Une présentation détaillée de ces lois est fournie au chapitre 1.

7. Voir chapitre 7.

8. Voir chapitre 5.

9. Pour Shackle (1955 ; 1979), notre traduction.

10. Au vrai, deux autres débats, de moindre importance, agitent les post-keynésiens. L'un porte sur la continuité de la pensée de Keynes en matière d'incertitude et d'anticipations, l'autre sur son prétendu platonisme. Pour une présentation et une tentative d'éclaircissement, cf. Lainé (2018).

CHAPITRE 9

La monnaie endogène et la question du financement de l'économie

Virginie Monvoisin et Louis-Philippe Rochon

La monnaie a toujours fait l'objet de discussions et de débats parmi les philosophes, les tenants des dogmes religieux et, depuis à peine deux siècles, les économistes. Pourtant, rares ont été les périodes qui ont connu autant de bouleversements monétaires que celle qui s'est ouverte dans les années 1980 et, donc, autant de réflexions autour de la monnaie. Or la simple observation des pratiques bancaires et monétaires semble insuffisante pour comprendre la fonction et le fonctionnement de la monnaie et des banques au sein de l'économie. D'une part, la complexité des phénomènes monétaires et financiers les rend souvent difficiles d'appréhension ; plus qu'une problématique purement économique, les institutionnalistes ont montré que la monnaie constitue aussi un lien social et les politologues un instrument de pouvoir (Ponsot, 2017, p. 114-115). D'autre part, la plupart des théories monétaires dominantes ont souvent avancé des explications erronées, le meilleur exemple en la matière étant la persistance de la fable du troc. Le troc aurait été le mode d'organisation des paiements avant « l'invention moderne » de la monnaie ; les anthropologues et historiens ont cependant montré que des sociétés primitives avaient recours à l'outil monétaire, et ce depuis des temps reculés.

Cela dit, aujourd'hui encore, dans un contexte d'évolution rapide des supports monétaires, de la sphère financière et du rôle des institutions bancaires et des banques centrales, les propositions inspirées par l'analyse néoclassique restent omniprésentes. Les réponses de cette dernière s'articulent autour de la compréhension du fonctionnement des marchés financiers et des institutions monétaires, de la politique monétaire, de la microéconomie et de la demande de monnaie. Si ces propositions recouvrent explicitement le champ des activités bancaires, celui des pratiques financières ou celui des usages monétaires, voire les trois, toutes sont confrontées au problème de l'intégration de la monnaie dans le système économique. La critique de John Maynard Keynes à cet égard a profondément marqué la théorie monétaire. Depuis, les néoclassiques se sont engagés dans une série de reformulations de la théorie quantitative traditionnelle – voie inaugurée par les monétaristes dans les années 1950 – afin de répondre à la remise en cause keynésienne de la neutralité de la monnaie et de la dichotomie entre le monétaire et le réel – soit l'exogénéité de la monnaie aux phénomènes réels – sans vraiment y parvenir.

Ici, la théorie post-keynésienne de la monnaie s'avère particulièrement originale en examinant à la fois les procédures de la création de monnaie et les implications de cette création sur le plan macroéconomique. *Elle propose d'analyser l'offre de monnaie*. De fait, la « théorie de la monnaie endogène » se comprend comme l'analyse de la *création endogène* de monnaie. D'autres théories endogénéisent la monnaie à travers l'étude de sa demande. Pour les post-keynésiens, cette démarche limite considérablement l'intégration de la monnaie au système économique. Selon eux, la nature de la monnaie est fondamentalement endogène et permet d'expliciter la dynamique économique. En liant la notion très keynésienne de demande effective et celle de monnaie, les post- keynésiens développent ainsi une conception de la monnaie entièrement nouvelle et originale. Plus encore, la théorie de la monnaie endogène occupe une place primordiale dans la théorie post-keynésienne. Pour Lavoie (2014, p. 182), c'est par là que commence la macroéconomie ; pour King (2015, p. 4-9), sur les six propositions fondamentales de cette théorie, trois relèvent de l'endogénéité monétaire.

Il est alors possible pour les post-kéynesiens de rendre compte des principes macroéconomiques d'une économie monétaire, du fonctionnement du système bancaire hiérarchisé – banque centrale et banques commerciales – et du mode d'introduction de la monnaie dans le système économique.

S’appuyant sur des notions théoriques fortes, la théorie de la monnaie endogène fournit un cadre d’analyse contemporain pour des phénomènes monétaires et financiers actuels. Dans ce chapitre, nous verrons donc dans un premier temps quels sont les grands principes de l’endogénéité de la monnaie, pour nous pencher dans un deuxième temps sur la façon dont les relations bancaires sont repensées dans ce cadre, et nous pourrons enfin analyser, dans un troisième temps, les évolutions en matière de politiques monétaires depuis 2008. Mais en réalité, loin d’évoluer, ces dernières restent marquées par les schémas de l’économie orthodoxe, faisant aussi bien des erreurs de diagnostics que des erreurs dans la nature de leurs interventions.

1. Les enjeux d'une théorie de l'offre de monnaie : une définition entre macroéconomie et comportements du système bancaire hiérarchisé

La manière dont les post-keynésiens construisent leur théorie monétaire illustre parfaitement leur méthodologie : le point de départ est bien la théorie de Keynes, soit l'abandon et la critique de la dichotomie méthodologique entre la sphère réelle et la sphère monétaire. Les développements de cette théorie se sont ensuite structurés au-delà de Keynes sur la base de critiques adressées à la *Théorie générale* (1936), d'éléments antérieurs et postérieurs à celle-ci qui apparaissent dans *A Treatise on Money* (1930), dans les articles publiés par Keynes sur le motif de finance dans la seconde moitié des années 1930 (1937a ; 1937b ; 1938 ; 1939), et sur la base de réflexions propres aux auteurs.

Pour ces derniers, il s'agit alors de déterminer la nature endogène de la monnaie à travers ses deux composantes : le comportement du système bancaire hiérarchisé d'une part, et le lien entre la monnaie et la production d'autre part car

> la théorie de la monnaie endogène s'interprète à deux niveaux : celui des banques commerciales et celui des banques centrales. À chacun de ces deux niveaux on peut dire que l'offre s'adapte à la demande, au prix fixé. (Lavoie, 1985, p. 171-172)

Au premier niveau, la monnaie se construit au sein de la relation entre banques commerciales et entreprises, c'est-à-dire dans l'opération de crédit ; elle fait référence à la production. Au second niveau, elle se construit dans la relation des banques à la banque centrale ; elle fait référence au système bancaire hiérarchisé. Néanmoins, avant d'aborder ces composantes, il convient tout d'abord de définir le cadre de la théorie, l'économie monétaire de production, afin de clarifier les principes fondamentaux de la pensée monétaire post-keynésienne.

1.1. L

La théorie keynésienne se singularise par son rapport à la monnaie. Si les néoclassiques s'intéressent aux liens de la monnaie aux prix, les keynésiens, et les post-keynésiens en particulier, soulignent la force des liens entre la monnaie et la production. L'ensemble de l'économie est dite monétaire, c'est-à-dire que la monnaie est intégrée à tout moment du raisonnement et qu'elle joue un rôle fondamental dans la dynamique productive.

Le quantitativisme a longtemps dominé la pensée monétaire – quelles qu'en soient les versions. Avant même les classiques, les échanges entre Jean Bodin et Jean de Malestroit au XVIe siècle ou David Hume et Richard Cantillon au XVIIIe siècle posèrent la question du rôle de la monnaie dans l'inflation. La controverse entre *Currency School* et *Banking School* au XIXe siècle assoit définitivement les termes du débat autour de la dichotomie entre la théorie de la valeur d'une part, qui s'occuperait des phénomènes réels, et la théorie monétaire d'autre part, qui s'occuperait de la détermination des prix. Cette dichotomie suppose l'insignifiance de la monnaie, elle est un voile, une roue, qui est à la fois neutre pour l'économie réelle et potentiellement nocive pour la détermination des prix.

Keynes s'affranchit radicalement de cette approche. Non seulement il ne construit pas de théorie de la valeur en s'emparant directement des variables monétaires et met fin à la dichotomie mais il affirme que la monnaie compte également pour elle-même. En effet, comme tous les économistes, il s'est heurté au problème de la mesure des biens et lui consacre le premier chapitre de la *Théorie générale*. Alors, toutes les variables sont exprimées monétairement – en quantité de monnaie et en quantité d'emplois (Keynes, 1936, p. 66). La monnaie peut acheter des biens, *mais les biens ne peuvent plus acheter la monnaie*.

> – [L]'économie monétaire est, par nature, différente de l'économie réelle traditionnelle, car la monnaie est intégrée conjointement avec les biens, dans le processus productif.
> – [L]'apparence monétaire des phénomènes économiques n'est pas la forme extérieure du phénomène, mais son essence […]. (Barrère, 1985, p. 31)

Par ailleurs, l'économie monétaire reconnaît que la monnaie « importe » : elle n'est jamais neutre. Dans une première analyse, partagée par l'ensemble des keynésiens, il existe ainsi une demande de monnaie pour elle-même, la préférence pour la liquidité autour de trois motifs de détention de la monnaie. En outre, la monnaie intervient dans de nombreux arbitrages économiques, notamment dans la production ; le niveau de la demande effective va dépendre des décisions d'investissement qui elles-mêmes vont s'établir en partie par rapport au taux d'intérêt, etc.

Sur ce dernier point, les post-keynésiens consolident et enrichissent l'approche de Keynes. Grâce à la compréhension du processus de création monétaire et à l'endogénéité de la monnaie, ils permettent à la fois d'ancrer encore davantage la monnaie à la production et d'apprécier son rôle fondamental dans l'économie.

1.2. L

Ainsi, la nature endogène de la monnaie s'exprime dans sa relation à la production. Après la *Théorie générale* et en réponse à des questions de ses contemporains, Keynes précise d'où vient cette monnaie qui fait l'objet de préférence pour la liquidité et change complètement d'angle de vue.

> La demande totale [de monnaie] se sépare en deux parties : la demande d'encaisses oisives déterminée par l'état de confiance et les anticipations des détenteurs de capitaux, et la demande d'encaisses actives déterminée par le niveau d'activité résultant des décisions des entrepreneurs. (Keynes, 1938, p. 230 ; notre traduction)

Ce nouveau motif de détention d'encaisses actives, que Keynes appelle le *motif de finance*, exprime en réalité le besoin de financement des entreprises en vue de leur activité anticipée. La demande de prêt se distingue radicalement de la demande de dépôts. Dans l'analyse keynésienne, elle dépend du niveau de demande effective. Or c'est précisément ce besoin de financement qui suscite la création monétaire. La dynamique économique va suivre ainsi le cycle de vie, le circuit, de la monnaie :

– En effet, dans un premier temps, les entreprises établissent leur plan de production en fonction de leurs anticipations.

– Dans un deuxième temps, elles se tournent vers leur banque pour obtenir un crédit. La monnaie est créée à ce moment-là *ex nihilo* ; d'un côté, le crédit représente une dette pour l'entreprise et une créance pour la banque ; la monnaie, de l'autre, représente une dette de la banque[1] et une créance de l'entreprise. Cela appelle quelques précisions. Ce financement est destiné uniquement à la production – il finance les salaires –, et il représente le *financement initial*. Les autres crédits, à la consommation ou pour l'investissement, ne suscitent pas de création monétaire *stricto sensu*. Les banques jouent un rôle important, souvent sous-estimé dans d'autres théories. Elles octroient les crédits en fonction de leurs propres critères (*creditworthiness*), évaluations du risque et anticipations.

– Dans un troisième temps, les flux et reflux monétaires se mettent en place : les entreprises versent les salaires et les ménages achètent les biens, les services et autres actifs financiers à leur disposition. Justement, grâce à ces actifs financiers et à la récolte de l'épargne, les entreprises financent leurs investissements, c'est le *financement final*.

– Dans un quatrième temps, toutes les dettes sont remboursées, les dépenses sont effectuées grâce aux dépôts bancaires et la monnaie se détruit d'elle-même.

Dans la pratique, ces opérations peuvent coexister mais, en décomposant ainsi le circuit monétaire, il devient possible de comprendre pourquoi la monnaie se crée et combien elle est fondamentale à l'activité économique. Sans elle, nul endettement, nulle production.

1.3. L

Par ailleurs, l'endogénéité de la monnaie s'inscrit dans la relation entre la banque centrale et les banques de second rang. Cet aspect apparemment plus organisationnel, institutionnel, s'avère incontournable dans l'analyse monétaire. Effectivement, une fois établis les rapports de dettes entreprises-ménages-banques et la nature endogène de la monnaie, cette dernière suppose plus prosaïquement la mise en place d'un système de paiement dans lequel la banque centrale devient un acteur privilégié. Elle assure le fonctionnement du système des paiements, sa stabilité et sa régulation ; elle devient nécessaire quand les formes de la monnaie se complexifient pour établir les modes de règlement[2]. Proposer une théorie de l'offre de monnaie nécessite de saisir les mécanismes qui régissent le système bancaire hiérarchisé.

Or l'absence de théorie de l'offre monétaire chez Keynes dans la *Théorie générale* équivaut à une double omission : l'absence d'explication concernant les mécanismes de création monétaire et l'absence de description du fonctionnement du système bancaire – qui éclairerait les modalités d'émission de la monnaie. De fait, si la monnaie est créée dans le crédit aux entreprises, bon nombre de causalités s'inversent :

> La relation de causalité allant des réserves des banques en monnaie centrale vers les dépôts et les crédits est également inversée […]. Les réserves des banques sont endogènes et n'exercent donc pas une influence déterminante sur les prêts accordés par les banques. Cela signifie que le modèle du multiplicateur est rejeté […].
> L'offre de monnaie de crédit est déterminée par la demande et assujettie au crédit (*demand-determined and credit-driven*). (Rochon, 2001, p. 294 ; notre traduction)

Le niveau de la demande détermine le volume du crédit, *les crédits font les dépôts*. Les banques

octroient des crédits et fixent leur rémunération, leur marge (*mark-up*), sur la base du taux d'intérêt directeur, fixé par la banque centrale. Alors, trois éléments deviennent particulièrement critiques : le taux d'intérêt, la relation entre la banque centrale et les banques de second rang, et le rôle même de la banque centrale.

La conception post-keynésienne du taux d'intérêt constitue une rupture essentielle de ce courant de pensée avec la pensée standard. De fait, la banque centrale ne fixe pas la quantité de monnaie, qui est endogène au système économique ; en revanche, en l'absence de taux d'intérêt naturel à la Wicksell[3], elle fixe de façon discrétionnaire le taux d'intérêt, qui est donc exogène. Ce taux devient une variable de répartition et non le simple résultat des lois du marché (Lavoie, 2014, p. 190).

Ensuite, la relation entre la banque centrale et les banques de second rang s'avère également être un enjeu. Supposer que l'offre de monnaie bancaire dépende de la demande de crédit rend la banque centrale accommodante vis-à-vis de la demande de liquidité des banques de second rang. La base monétaire ou la monnaie de banque centrale « suit » finalement les besoins des banques et donc les besoins des entreprises. Quel est le degré de cet accommodement et cela peut-il influencer les taux d'intérêt des banques ? Post-keynésiens horizontalistes (Kaldor, 1982 ; Moore, 1988) et post-keynésiens structuralistes (Palley, 1998 ; Wray, 1998) ont longuement débattu de ce point dans les années 1980 et 1990. Néanmoins, quelles que soient l'organisation et les pratiques d'un système bancaire, la banque centrale reste le pourvoyeur ultime de la liquidité.

Enfin, la banque centrale joue un rôle de premier plan. Un pan de son activité est défensif dans la mesure où elle accommode les banques. Cependant, elle a la possibilité d'avoir des politiques monétaires très actives ! Soit pour des raisons structurelles, comme la mise en place d'un *currency board*, soit pour les raisons conjoncturelles avec la crise des *subprimes*, elle a la latitude de mener des actions lourdes de sens et de signification.

2. La monnaie endogène et les relations bancaires repensées

Comme nous venons de le voir, les post-keynésiens développent le concept d'endogénéité de la monnaie selon lequel cette dernière est créée par le crédit bancaire, lui-même étant le résultat d'une demande solvable en amont. Puisque les banques fournissent le crédit nécessaire, la monnaie est créée *ex nihilo* : elle est donc assujettie au crédit et déterminée par la demande (Moore, 1988). La monnaie devient alors « le produit d'une opération comptable d'un troisième agent qui, dans le langage moderne, peut être appelé "banque" » (Parguez et Seccareccia, 2000, p. 101 ; notre traduction).

La question de la solvabilité de la demande – qui donne lieu à la création monétaire – s'avère ici particulièrement importante, car les banques peuvent effectivement refuser d'octroyer un crédit à ceux qui ne respectent pas les critères de prêts bancaires (cf. Lavoie, 2014 ; Wolfson, 1996 ; Rochon, 2006). Cela s'inscrit pleinement dans l'analyse de Keynes (1930, p. 190) selon laquelle il existe toujours une « part de clients insatisfaits ». Pourtant, la monnaie étant par nature une dette, la décision de la banque relative à l'octroi ou non d'un prêt reste sans conséquence sur l'endogénéité de la monnaie.

Un autre aspect fondamental de la théorie de la monnaie endogène concerne la relation entre les banques commerciales et la banque centrale. Ainsi, les post-keynésiens, pour la plupart, soutiennent que l'offre de liquidité par la banque centrale est, elle aussi, endogène puisqu'elle résulte d'une demande préalable des banques. Comme les banques créent les prêts et les dépôts, elles peuvent avoir besoin de réserves ou de facilités de prêt marginal[4] qu'elles tireront sur la banque centrale, bien que cet outil soit de moins en moins utilisé aujourd'hui. Par exemple, dans de nombreux pays, il n'existe plus de système de réserves obligatoires – cet outil d'inspiration néoclassique selon une certaine approche des réserves bancaires tombant en désuétude. Néanmoins, le principe selon lequel la banque centrale fournit des liquidités au système bancaire à la demande de ce dernier demeure un concept fondamental.

Alors, le raisonnement débouche sur une conclusion capitale : la monnaie bancaire et la monnaie centrale sont endogènes aux besoins de l'économie de production et aux opérations quotidiennes des banques. À partir de cette analyse, il devient possible d'affirmer que les banques ne sont pas de simples intermédiaires financiers, mais qu'elles sont les créatrices de la monnaie et qu'elles n'ont pas besoin de dépôts ou de réserves préalables pour le faire. Cela s'inscrit une fois encore dans le prolongement logique de l'approche de Keynes (1939), qui inverse la causalité entre l'épargne et l'investissement ; pour lui, les banques étaient « spéciales » (cf. aussi Rochon, 1999).

L'endogénéité de la monnaie a été rejetée par le *mainstream* ; il est néanmoins possible de comprendre l'exogénéité du taux d'intérêt dans le modèle du nouveau consensus comme une certaine forme d'intégration de la monnaie endogène. Or il s'agit là d'une conclusion hâtive et erronée (Monvoisin et Rochon, 2006), le *mainstream* restant profondément attaché à une vision des banques qui se conjugue avec le multiplicateur de la monnaie, principe allant fondamentalement à l'encontre du processus endogène de création monétaire comme l'essor des politiques monétaires non conventionnelles depuis la crise de 2007-2008 – nous le verrons plus loin – le montre très bien. Le modèle théorique sous-tendant l'assouplissement quantitatif et les taux d'intérêt négatifs demeure fondamentalement incompatible avec l'approche de la monnaie endogène et repose sur le principe selon lequel les banques restent des intermédiaires financiers traditionnels.

Comme évoqué en début de chapitre, une théorie économique inadaptée peut conduire à une politique désastreuse, et l'histoire de la politique monétaire depuis la crise financière en est certainement la preuve. En effet, les politiques économiques peuvent être classées en deux catégories distinctes : d'une part, la réticence à user de la politique budgétaire pour relancer la croissance a été générale. En conséquence, et

d'autre part, ces mesures d'austérité supposent alors que seul l'usage de la politique monétaire est à même de générer de la croissance, une situation que Louis-Philippe Rochon et Mark Setterfield (2008) ont qualifiée de « domination de la politique monétaire ».

En l'absence de politique budgétaire de relance, les banques centrales de nombreux pays se sont appuyées sur des politiques de taux d'intérêt pour stimuler la croissance économique en réduisant ces taux de façon répétée, proche de zéro dans certains pays.

Pourtant, cette baisse des taux n'a, jusqu'à présent, pas réussi à relancer l'activité économique et s'est montrée largement inefficace. Depuis Keynes – au moins –, nous savons que la politique monétaire perd de son efficacité lorsque les taux d'intérêt sont bas. Dans la littérature keynésienne, sinon dans la littérature *mainstream*, cela a été désigné comme étant la trappe à liquidité ; ce concept, lui-même fondé sur une approche exogène de la monnaie, a été rejeté par les économistes les plus post-keynésiens et les plus hétérodoxes, car pour eux la politique monétaire s'avère être un levier inefficace pour réguler l'activité économique (cf. Rochon, 1999).

Toutefois, la faiblesse persistante de nombreuses économies a soulevé une question et une problématique importantes pour les banquiers centraux. L'abaissement des taux à près de zéro a d'abord fait surgir le problème de la « limite inférieure zéro », ou ZIRP (*zero interest rate policy*). La difficulté à laquelle étaient confrontées les banques centrales à cette époque résidait dans la conviction que les taux d'intérêt ne pouvaient pas être négatifs, ce qui menait à une question évidente : que peuvent faire les banques centrales ?

Dans le passé, cela avait posé peu de problèmes tant que les gouvernements avaient pu avoir recours à une politique budgétaire expansionniste. Cela dit, en période d'austérité, ce type d'action fut exclu et les responsables politiques se retrouvèrent face à un casse-tête politique. La solution consistait à trouver des moyens permettant de rendre la politique monétaire pertinente, même à des taux faibles, comme le confirme Lavoie (2014, p. 229). Selon celui-ci, les politiques non conventionnelles sont un moyen de montrer « que la politique monétaire est toujours efficace ».

En d'autres termes, les responsables politiques devaient tenter de faire un usage élargi de la politique monétaire, et ce malgré le ZIRP. Les banquiers centraux ont dû renoncer au maniement conventionnel de cette politique et ont dû en adopter une autre, moins conventionnelle. Aussi, l'assouplissement quantitatif et la politique des taux d'intérêt négatifs, abordée plus loin, peuvent être compris comme des réponses théoriques *mainstream* ou keynésiennes à une situation jugée de « trappe à liquidité ». Ce tournant politique trouve alors une nouvelle justification, le cadre restant somme toute traditionnel, soit celui de l'approche orthodoxe.

Néanmoins, ces deux politiques sont également vouées à l'échec en grande partie parce qu'elles reposent sur une compréhension erronée de la nature de la monnaie et du rôle des banques dans l'économie (Monvoisin, 2017). Elles restent un exemple de théorie inadaptée et de politiques désastreuses : ces politiques dites non conventionnelles reposent sur l'approche néoclassique des banques, conçues comme de simples intermédiaires financiers, et sur le modèle traditionnel du multiplicateur de crédit à travers les prêts bancaires.

3. Les incohérences des politiques monétaires non conventionnelles révélées par la théorie de la monnaie endogène

La crise a amené les banques centrales à user de politiques dites non conventionnelles. Alors que le terme même laisse supposer que les banquiers centraux ont évolué dans leur doctrine et leur pratique, un examen des fondements de ces politiques montre qu'il n'en est rien. Le cadre théorique reste orthodoxe. L'analyse de la monnaie endogène explicite clairement les limites et les écueils de telles politiques.

3.1. L

Au lendemain de la crise financière, bon nombre de banques centrales ont adopté des politiques d'assouplissement quantitatif qui se sont traduites par l'achat d'actifs au secteur privé par la banque centrale – notamment des titres de créance publique de long terme et des titres adossés à des créances hypothécaires, échangeant ainsi des actifs illiquides de banques de second rang contre de la liquidité et des réserves. La politique qui a eu cours aux États-Unis pendant six ans en pointillé, entre 2008 et 2013, a entraîné une augmentation spectaculaire des bilans des banques centrales, ainsi qu'une importante déconnexion entre la base et la masse monétaires.

Plusieurs objectifs sous-tendaient cette pratique d'assouplissement quantitatif : il s'agissait notamment d'augmenter les réserves des banques afin d'accroître les prêts bancaires et de baisser les taux d'intérêt à long terme afin plus spécifiquement d'encourager les emprunts et les investissements. Clairement, cette baisse des taux ne peut avoir qu'une issue ; l'ancien gouverneur de la Réserve fédérale Ben Bernanke a déclaré ainsi sans équivoque que, « comme d'habitude, des taux d'intérêt plus faibles ont des effets stimulants sur l'économie » (2013, p. 104 ; notre traduction).

D'un point de vue post-keynésien, l'assouplissement quantitatif soulève plusieurs questions intéressantes. En effet, le problème économique, selon les banques centrales, est le manque de prêts bancaires : l'augmentation des réserves augmenterait inévitablement les prêts bancaires, et l'activité économique et la croissance devraient reprendre. Autrement dit, il est supposé ici que les banques ne prêtent pas parce qu'elles en sont empêchées du fait d'un manque de liquidité : l'assouplissement quantitatif permettrait donc aux banques de prêter grâce à l'augmentation de leurs réserves (Joyce, Tong et Woods, 2011). En fait, les banques centrales ne comprennent pas pourquoi les banques ne prêtent pas ; ce n'est pas par manque de réserves, mais parce que la solvabilité de la demande de crédit bancaire est défaillante. Augmenter les réserves ne se traduira pas par un montant de prêts bancaires plus élevé.

Cela ouvre effectivement un débat autour du rôle des réserves. Dans un cadre post-keynésien, les réserves ne sont jamais causales mais représentent plutôt un résultat *in fine* du processus de prêt. Ces liquidités, appelées aussi soldes des transactions interbancaires issus des opérations de compensation, servent principalement à régler les dettes sur le marché interbancaire. Ainsi, l'approche des banquiers centraux montre ses limites ; ses fondements orthodoxes réduisent les banques à des intermédiaires financiers et elle n'intègre pas la fonction de création monétaire des banques. Elle reste incompatible avec l'approche post-keynésienne de la monnaie endogène, même si les banques centrales ont adopté une règle de Taylor[5]. En fait, cela montre de façon très concrète que, si la variable de contrôle de la banque centrale a été la masse monétaire puis s'est portée sur le taux d'intérêt, les banquiers centraux restent attachés à

des politiques fondées sur l'économie néoclassique.

Si l'objectif de l'assouplissement quantitatif ne peut pas être uniquement d'accroître le montant des prêts – puisque cela n'a aucun effet –, comment donner une autre justification à cette politique non conventionnelle ? Comme le soulignent Michael Joyce, Matthew Tong et Robert Woods (2011), un autre objectif de l'assouplissement quantitatif était d'augmenter le prix des actifs : l'achat d'actifs de long terme a entraîné des rendements plus faibles pour ces actifs.

D'un point de vue post-keynésien, cet objectif n'est pas anodin. Les post-keynésiens appréhendent le taux d'intérêt comme une variable de répartition du revenu (Lavoie, 2014 ; Rochon, 1999 ; Eichner, 1987). À un taux proche de zéro, la rémunération de ces actifs sera elle aussi proche de zéro. L'assouplissement quantitatif peut donc être compris comme une politique en faveur des riches puisque, l'achat d'actifs orientant le prix des actifs à la hausse, cela stabilise le revenu de l'épargnant et transfère la richesse vers la classe des rentiers. En d'autres termes, selon John Smithin, il ne s'agit que d'une variante de la « vengeance du rentier » (1996). Marc Lavoie affirme que cela génère « des gains en capital pour les rentiers ou un moyen d'éviter les pertes en capital » (2014, p. 227 ; notre traduction). Mario Seccareccia (2017) arrive à la même conclusion.

3.2. L

L'échec de l'assouplissement quantitatif pour relancer l'activité économique a contribué à la mise en avant d'une autre politique jugée jusque-là impossible à mettre en œuvre au vu des taux zéro. Plus exactement, expliciter cet échec permet de comprendre l'adoption et la justification de la politique de taux négatifs.

L'assouplissement quantitatif a produit une quantité excessive de réserves, que les banques ont alors refusé de prêter. Cela s'explique par le fait que la banque centrale a la possibilité de rémunérer les réserves des banques de second rang déposées auprès d'elle – rémunération désignée comme l'intérêt sur les facilités de dépôt ou *interest on reserves* (IOR). Les banques ont bénéficié d'intérêts sur leurs dépôts et étaient réticentes à prêter ces derniers en raison de l'environnement macroéconomique global incertain. Les banques centrales devaient donc obliger les banques à prêter ces réserves en leur imposant le plus souvent une taxe. Alors, détenir des réserves aurait été coûteux et, à la place, les banques auraient volontairement choisi de les prêter.

Cependant, cela repose encore une fois sur une compréhension erronée des banques et des réserves. Imposer une taxe sur les réserves détenues auprès de la banque centrale rendrait sans aucun doute les banques incapables d'accroître leurs prêts et, de fait, entraînerait une augmentation des coûts pour les emprunteurs et les détenteurs de comptes bancaires.

Aussi, dans le cas de la Suisse, qui a adopté des taux négatifs en janvier 2015, les banques ont réagi en augmentant leurs dépôts auprès de la Banque nationale suisse, et ce malgré l'introduction de taxes supplémentaires. Les réserves ne sont en effet jamais à l'origine des prêts mais, au contraire, elles sont le résultat des processus d'emprunts ; elles sont endogènes car les crédits font les dépôts. Dans ce cas particulier, les coûts supportés par les banques ont ensuite été transférés aux clients des banques par l'intermédiaire de frais bancaires plus élevés. Par conséquent, les facilités de dépôt ne peuvent pas être à l'origine du refus des banques de prêter, tant pour des raisons pratiques que théoriques.

Un second argument en faveur des taux négatifs était avancé. Il s'agissait de s'appuyer sur le concept du taux naturel d'intérêt, soit le taux qui égalise l'épargne et l'investissement, et qui débouche sur le plein-

emploi, taux qui était lui-même négatif. Cela suggère que le taux d'intérêt fixé par la banque centrale est trop élevé par rapport au taux naturel et qu'il doit être ramené à un niveau égal ou proche du taux naturel. C'est alors seulement que l'économie pourra rebondir.

En fin de compte, l'échec des politiques monétaires non conventionnelles a soulevé des questions sur l'usage de la politique monétaire en période de ralentissement de la croissance économique. En effet, nous savons que la politique budgétaire est un meilleur levier de relance que la politique monétaire. Dans ce contexte, continuer à utiliser cette dernière doit être compris comme un « Ave Maria » (Rochon et Vallet, 2017).

Conclusion

La théorie monétaire des post-keynésiens est particulière à plus d'un titre et constitue une caractéristique fondamentale de ce courant de pensée. Beaucoup de ses conclusions et de ses recommandations reposent plus ou moins explicitement sur le concept de monnaie endogène.

La première de ces particularités est que ces auteurs développent la notion d'endogénéité de la monnaie à travers son offre. La monnaie apparaît à la suite du processus de demande de crédit des entreprises. Pour l'essentiel, les banques fournissent la monnaie bancaire dont l'économie a besoin quand elles octroient un prêt et créditent ainsi les dépôts. La banque centrale fournit la monnaie centrale qui s'ajuste aux besoins des banques et, *in fine*, aux besoins de l'économie. La théorie post- keynésienne va alors avoir une approche du système bancaire hiérarchisé unique selon laquelle sont reconnues les particularités de la monnaie, du secteur bancaire et de la banque centrale. Seule cette théorie pousse aussi loin la question de la « production » de monnaie – il s'agit bien d'une analyse de la production telle que l'analyse keynésienne peut être définie – et du fonctionnement institutionnel induit.

Ensuite, autre particularité, l'endogénéité de la monnaie infirme, de fait, la distinction entre les phénomènes monétaires, d'un côté, et les phénomènes réels, de l'autre. L'approche post-keynésienne entend être globale : l'économie est monétaire, et la dichotomie – néoclassique – n'a plus lieu d'être. Les agents économiques sont liés les uns aux autres ; les entreprises, les banques et les ménages jouent tous un rôle économique – souvent reconnu par tous les courants théoriques –, mais aussi un rôle dans la création monétaire.

Enfin, et naturellement, les post-keynésiens proposent une analyse très différente des phénomènes monétaires et notamment des effets des politiques monétaires. En réhabilitant la place véritable de la politique monétaire et en explicitant ses conséquences sur l'économie, ces auteurs avancent une analyse qui à la fois est originale et entend être davantage en adéquation avec la réalité économique. Effectivement, si les post-keynésiens font parfois des détours théoriques importants, l'ancrage dans le réel demeure fondamental, y compris pour la monnaie.

Références bibliographiques

Barrère, A. (1985), « Économie réelle – économie monétaire : alternative ou conciliation ? », *Économie appliquée*, vol. 38, nº 1, p. 17-61.

Bernanke, B. S. (2013), *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, Princeton (N. J.), Princeton University Press.

Eichner, A. S. (1987), *The Macrodynamics of Advanced Market Economies*, Armonk (N. Y.), Sharpe.

Joyce, M., Tong, M., et Woods, R. (2011), « The United Kingdom's Quantitative Easing Policy : Design, Operation and Impact », *Bank of England Quarterly Bulletin*, vol. 51, nº 3, p. 200-212.

Kaldor, N. (1982), *Le Fléau du monétarisme*, trad. fr. B. Guerrien et M. Oriol, Paris, Economica, 1985.

Keynes, J. M. (1930), *A Treatise on Money : The Applied Theory of Money*, reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 6.

Keynes, J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, trad. fr. J. de Largentaye, Paris, Payot, 1995 et Payot & Rivages pour l'édition corrigée, 2017.

Keynes, J. M. (1937a), « The "Ex-Ante" Theory of the Rate of Interest », reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 14, p. 215-223.

Keynes, J. M. (1937b), « Alternative Theory of the Rate of Interest », reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 14, p. 201-215.

Keynes, J. M. (1938), « Comments on Mr. Robertson's *Mr. Keynes and Finance* », reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 14, p. 229-233.

Keynes, J. M. (1939), « The Process of Capital Formation », reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 14, p. 278-285.

King, J. E. (2015), *Advanced Introduction to Post Keynesian Economics*, Cheltenham, Edward Elgar.

Lavoie, M. (1985), « La thèse de la monnaie endogène face à la non-validation des crédits », *Économies et sociétés*, vol. 19, nº 8, p. 169-195.

Lavoie, M. (2014), *Post-Keynesian Economics : New Foundations*, Cheltenham, Edward Elgar.

Monvoisin, V. (2017), « Rethinking the Role of Banks », dans L.-P. Rochon et S. Rossi (dir.), *A Modern Guide to Rethinking Economics*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 182-198.

Monvoisin, V., et Rochon, L.-P. (2006), « The Post-Keynesian Consensus, the New Consensus and Endogenous Money », dans C. Gnos et L.-P. Rochon (dir.), *Post-Keynesian Principles of Economic Policies*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 57-77.

Moore, B. J. (1988), *Horizontalists and Verticalists : The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, Cambridge University Press.

Palley, T. I. (1998), « Accommodationism, Structuralism, and Superstructuralism », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 21, nº 1, p. 171-173.

Parguez, A., et Seccareccia, M. (2000), « The Credit Theory Of Money : The Monetary Circuit Approach », dans J. Smithin (dir.), *What is Money ?*, Londres, Routledge, p. 101-123.

Ponsot, J.-F. (2017), « Rethinking Money », dans Rochon, L.-P., et Rossi, S. (dir.), *A Modern Guide to Rethinking Economics*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 114-128.

Rochon, L.-P. (1999), *Credit, Money and Production : An Alternative Post-Keynesian Approach*, Cheltenham, Edward Elgar.

Rochon, L.-P. (2001), « Cambridge's Contribution to Endogenous Money : Robinson and Kahn on Credit and Money », *Review of Political Economy*, vol. 13, n° 3, p. 287-307.

Rochon, L.-P. (2006), « Endogenous Money, Central Banks and the Banking System : Basil Moore and the Supply of Money », dans M. Setterfiled (dir.), *Complexity, Endogenous Money and Macroeconomic Theory : Essays in Honour of Basil J. Moore*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 220-243.

Rochon, L.-P., et Setterfield, M. (2008), « The Political Economy of Interest Rate Setting, Inflation Targeting and Income Distribution », *International Journal of Political Economy*, vol. 37, n° 2, p. 5-25.

Rochon, L.-P., et Vallet, G. (2017), « Making Monetary Policy Great Again : A Heterodox Critique of Unconventional Policies and Negative Interest Rates », *mimeo*.

Seccareccia, M. (2017), « Which Vested Interests Do Central Banks Really Serve ? Understanding Central Bank Policy since the Global Financial Crisis », *Journal of Economic Issues*, vol. 51, n° 2, p. 341-350.

Smithin, J. (1996), *Macroeconomic Policy and the Future of Capitalism : The Revenge of the Rentiers and the Threat to Prosperity*, Cheltenham, Edward Elgar.

Wolfson, M. H. (1996), « A Post Keynesian Theory of Credit Rationing », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 18, n° 3, p. 443-470.

Wray, L. R. (1998), *Understanding Modern Money*, Cheltenham, Edward Elgar.

---

1. La monnaie représente la dette d'un agent économique sur lui-même qui circule dans l'économie, cet agent étant extérieur aux transactions économiques (car nul ne peut payer avec sa propre dette !). Dans nos sociétés modernes, la monnaie bancaire est une dette de la banque sur elle-même.

2. Cependant, elle n'est pas nécessaire *stricto sensu* au raisonnement pour établir l'endogénéité de la monnaie.

3. Soit la productivité marginale physique des facteurs de production à laquelle le taux d'intérêt monétaire devrait s'égaliser.

4. Il s'agit du refinancement susceptible d'être accordé à une banque par la banque centrale.

5. En cherchant à modéliser la politique monétaire d'Alan Greenspan, qui fut, de 1987 à 2006, président de la Réserve fédérale – la banque centrale des États-Unis –, John Taylor (1993) présente sa célèbre règle s'appuyant sur l'écart d'inflation et l'écart de production, et montre ainsi que le mandat dual confié à la Réserve fédérale (viser le plein-emploi et assurer la stabilité des prix) était bien respecté. La règle initiale s'écrivait : $r = r^r + \pi + \alpha\ (\pi - \pi^t) + \beta\ (Y - Y^*)$, avec r le taux d'intérêt nominal directeur de la banque centrale, r^r le taux d'intérêt réel neutre égal au taux de croissance tendanciel de l'économie sur la période de référence (2 % dans le cas des États-Unis), π l'inflation, π^t la cible d'inflation, Y et Y^* les PIB constaté et potentiel. Les coefficients α et β étaient fixés initialement à 0,5.

CHAPITRE 10

L’inflation comme rapport social

Sébastien Charles et Jonathan Marie

L'Insee définit l'inflation comme une augmentation générale et durable des prix. Dans l'imaginaire collectif, elle est d'ailleurs souvent associée à la perte de pouvoir d'achat, puisque les prix s'élèvent. Il est vrai que cet aspect est effectivement observable dès lors que les revenus nominaux progressent moins vite que les prix. Autre conséquence de l'inflation, les dettes se trouvent réduites, en termes réels, tout comme la valeur des créances. Ce mécanisme provoque la célèbre euthanasie des rentiers proposée par Keynes, compatible avec la hausse de l'activité et le plein-emploi. Le terme « euthanasie » n'est bien évidemment pas à prendre au premier degré : son usage indique simplement que les revenus réels des rentiers sont réduits par la hausse des prix.

L'inflation n'est pas un phénomène neutre : elle favorise certains agents au détriment d'autres. Pourtant, elle est souvent perçue comme un phénomène qui touche négativement l'ensemble de la population et qui doit très logiquement être maintenu à un niveau faible. Cette idée est aujourd'hui encore largement encouragée par les autorités monétaires. Pour s'en convaincre, il suffit de se rendre sur le site internet de la Banque centrale européenne (BCE) et de consulter les outils de communication lui permettant de justifier son action contre l'inflation. Dans un dessin animé, destiné aux enfants (*sic* !), l'inflation est un monstre qui mange les revenus et qu'il faut éviter de nourrir pour ne pas risquer l'hyperinflation (BCE, 2017a). Et justement, dans un jeu en ligne (« *Inflation Island* »), les dramatiques effets de l'hyperinflation sont mis en scène de manière effrayante (BCE, 2017b). L'inflation est donc réduite à ses conséquences négatives. Mais la communication de la BCE est rodée : pour que chacun soit rassuré, la banque centrale indique qu'elle contrôle aujourd'hui parfaitement l'inflation. Curieusement, dans cette vision idéalisée, les risques de déflation ne sont jamais évoqués et l'hyperinflation est réduite à une forte inflation. Ce discours s'appuie sur une interprétation orthodoxe de l'inflation, qui, traditionnellement, présente deux explications à la hausse des prix.

La première repose sur la théorie quantitative de la monnaie – l'explication la plus ancrée dans les esprits –, selon laquelle l'accroissement de la quantité de monnaie dans l'économie est la cause unique de la hausse des prix. Cette approche a engendré une filiation importante allant du monétarisme de Milton Friedman aux nouveaux classiques. Si le raisonnement est simple, la relation présente des difficultés de vérifications empiriques. À titre d'exemple, Paul De Grauwe et Magdalena Polan (2005) ne parviennent pas à systématiser la relation univoque entre monnaie et prix. La seconde, qui est certainement celle qui influence encore le plus la pensée économique dominante, se fonde sur le concept de taux d'intérêt naturel. Pour Knut Wicksell, il existe en effet un taux d'intérêt « naturel » compatible avec une absence d'inflation, c'est-à-dire un taux qui permet d'ajuster la quantité de fonds demandés par les emprunteurs à la quantité de fonds offerts par les prêteurs. Selon lui, les banques peuvent offrir plus de fonds que les sommes épargnées par le mécanisme de la création monétaire. Dans ce cas, le taux d'intérêt bancaire est inférieur au taux naturel, le premier étant ramené à long terme vers le taux naturel par un ajustement des prix à la hausse, autrement dit par de l'inflation provoquée par la hausse de la masse monétaire. Tout le mécanisme repose sur la flexibilité des prix, sur la substituabilité des facteurs de production et sur une situation permanente de plein-emploi, y compris pendant la période d'ajustement. Dans ce cadre, la conduite de la politique monétaire ne nécessite pas de déterminer le taux d'intérêt naturel : si l'inflation est positive, les banques doivent élever le taux d'intérêt monétaire.

Ces approches reposent sur une causalité univoque allant de l'offre de monnaie vers les prix et

faisant systématiquement de l'inflation un phénomène monétaire. Elles se fondent également sur l'hypothèse irréaliste de la permanence du plein-emploi.

L'interprétation dominante aujourd'hui quant à l'origine de l'inflation est largement influencée par le concept de taux d'intérêt naturel, et la banque centrale doit faciliter le maintien de l'économie sur son sentier d'équilibre, maintien compatible avec une inflation faible. Au sein du courant dominant, appelé « nouveau consensus »[1], l'inflation peut être causée par :

– les anticipations d'inflation des agents, et c'est pourquoi les banques centrales doivent avoir une communication crédible et mener une politique cohérente avec leurs annonces ;

– les chocs d'offre, par exemple une hausse des prix de l'énergie ;

– la pression de la demande.

Ici, la banque centrale doit agir au moyen de sa politique de taux et de sa communication, afin de maintenir le niveau d'activité à un niveau compatible avec une inflation stable et faible. Cette approche fait référence à un équilibre de long terme, postule que les agents sont rationnels et estime que les revenus du travail, comme ceux du capital, sont déterminés à long terme par les productivités marginales. Les rapports sociaux sont donc totalement évacués de l'analyse. La vision de l'inflation développée par le nouveau consensus est bien en phase avec l'approche orthodoxe : elle repose sur une séparation à long terme des sphères monétaires et réelles. Dit autrement, à long terme l'économie est à l'équilibre et la politique monétaire ne modifie pas l'activité économique constatée à cet équilibre.

L'approche post-keynésienne est radicalement différente. D'abord parce qu'elle ne se réfère pas à quelque force naturelle de rappel qui provoquerait un déplacement ou un retour vers un équilibre de long terme illusoire. Ensuite parce qu'elle considère la monnaie comme endogène[2] à l'activité économique et qu'elle admet que les conditions du crédit peuvent empêcher l'économie d'être au plein-emploi. Cela apparaît de ce fait beaucoup plus réaliste que l'approche orthodoxe. Sur ces bases, les post-keynésiens suggèrent que l'inflation évolue principalement en fonction de l'activité économique. La théorie de l'inflation développée par les post-keynésiens s'applique lorsque l'économie est au plein-emploi ou en situation de sous-emploi, et le contexte institutionnel et historique compte.

Pour être plus précis, l'inflation est principalement provoquée par le conflit de répartition qui oppose les détenteurs du capital aux travailleurs. Les rapports sociaux sont au cœur de l'analyse, suivant une voie ouverte par l'économiste français Henri Aujac (1950). La causalité quantitativiste est alors invalidée : la quantité de monnaie ne détermine pas les prix ; ce sont l'activité et les termes du conflit de répartition qui le font. De surcroît, la théorie de l'inflation post-keynésienne permet également la prise en compte de l'évolution du prix des biens importés comme celle de l'indexation ou encore du rôle joué par les charges financières. Ainsi, nous présentons dans un premier temps un modèle simple qui permet de synthétiser la manière dont se déroulent, selon les post-keynésiens, les dynamiques de prix dans une économie monétaire. Nous proposons ensuite des extensions à ce modèle afin de gagner en réalisme, notamment en abordant les enjeux actuels en termes de politique monétaire et la question de l'hyperinflation.

1. Recherches passées et principaux résultats : la séquence post-keynésienne de dynamique des prix

La théorie post-keynésienne s'inscrit dans la tradition de l'économie politique classique, qui met au cœur de ses raisonnements la répartition des revenus. Mais, bien sûr, elle poursuit les raisonnements initiés par Keynes, notamment dans la *Théorie générale* lorsqu'il écrit :

> Le niveau général des prix dépend en partie du taux de rémunération des facteurs de production entrant dans le coût marginal et en partie de l'échelle globale de la production, *i.e.* du volume de l'emploi. (Keynes, 1936, p. 298)

Dans la vision post-keynésienne de l'inflation, ce sont les entreprises qui valident ou provoquent en dernier ressort les hausses de prix. Le raisonnement se construit à partir d'une égalité comptable : les revenus d'une économie sont distribués intégralement entre deux groupes sociaux, les salariés et les détenteurs du capital, ce qui nous permet d'écrire :

$$pY = wL + \Pi \qquad (1)$$

avec p l'indice général des prix, Y le revenu national, w le salaire nominal horaire, L la quantité d'heures travaillées et Π le niveau des profits, soit la rémunération du capital. Il est important de comprendre que Π est déterminé par les entreprises qui appliquent un taux de marge z sur leur coût de production, à savoir les salaires :

$$\Pi = z \cdot wL \qquad (2)$$

Nous en déduisons l'équation de prix traditionnelle, également appelée équation de *mark-up* (Kalecki, 1971 ; Weintraub, 1978)[3] :

$$p = (1 + z)\, w \cdot \frac{1}{y} \qquad (3)$$

où y correspond à la productivité du travail ($y = Y/L$).

Cette expression repose sur un concept important, celui du taux de marge, qui correspond au taux de profit sur les coûts qu'appliquent les entreprises pour fixer leurs prix.

En dynamique, le taux de croissance des prix, donc l'inflation, devient[4] :

$$\frac{\dot{p}}{p} = \frac{\dot{w}}{w} + \frac{\dot{z}}{z} - \frac{\dot{y}}{y} \qquad (4)$$

La lecture de cette relation est aisée : les prix s'élèvent si l'on observe d'une période à l'autre une hausse des salaires, une élévation du taux de marge ou une baisse de la productivité. Cette relation fait apparaître des intérêts divergents : les détenteurs du capital – les propriétaires de l'entreprise – cherchent à obtenir le profit maximum par l'accroissement du taux de marge, alors que les salariés – qui offrent leur force de travail – escomptent bénéficier du revenu maximum par les hausses de salaires. Cette divergence va générer l'inflation à productivité constante – lorsque $\dot{y} = 0$. À partir de Robert Rowthorn (1977), il est maintenant possible de formaliser le comportement de ces deux groupes.

La dynamique s'appréhende à travers deux séquences successives. Dans un premier temps, les travailleurs vont chercher à obtenir un meilleur niveau de rémunération salariale. Ils négocient donc ce niveau de rémunération (Dutt, 1990 ; Lavoie, 2014) selon l'équation suivante :

$$\frac{\dot{w}}{w} = \Omega\,(\omega_w - \omega) \qquad (5)$$

À gauche est représentée la progression des salaires, $\frac{\dot{w}}{w}$, déclenchée par l'écart entre le taux de salaire réel[5] que souhaitent obtenir les travailleurs, ω_w, et le taux de salaire réel observé initialement, ω. Le paramètre Ω mesure la capacité des travailleurs à atteindre leur objectif et est compris entre 0 et 1. Si $\Omega = 1$, leur pouvoir de négociation est maximal. Ω est un paramètre extra-économique : il indique concrètement si les travailleurs ont la possibilité d'être représentés par des syndicats, qui sont plus ou moins puissants, et qui peuvent être autorisés à mener des négociations salariales. En définitive, Ω représente bien leur pouvoir de négociation. Quant à la cible de salaire réel visée par les travailleurs, ω_w, elle est positivement affectée par le niveau d'emploi ou d'activité[6].

Dans un second temps, les entreprises fixent le niveau des prix. On peut postuler qu'elles établissent les prix en fin de période de production alors qu'elles connaissent les salaires. Sur le modèle de l'équation précédente, on peut écrire :

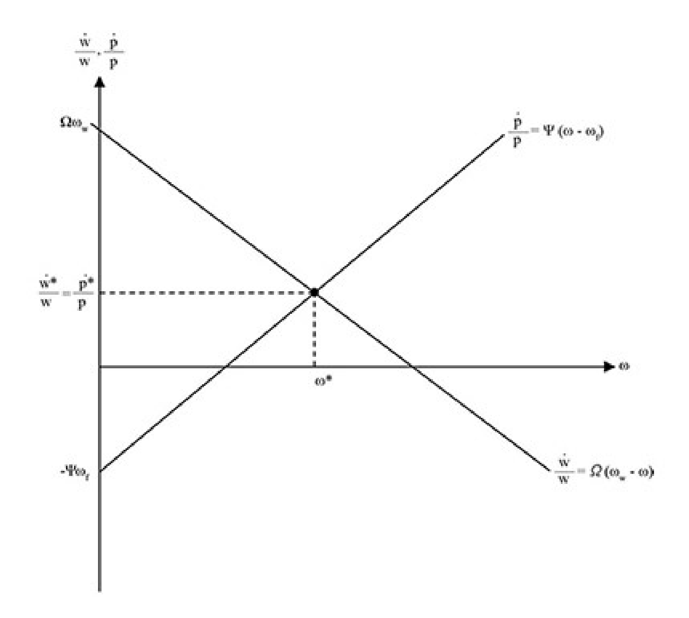
$$\frac{\dot{p}}{p} = \psi\,(\omega - \omega_f) \qquad (6)$$

Ici est représenté à gauche de l'équation le taux d'inflation. Celui-ci est affecté positivement par le pouvoir de marché. Pour les post-keynésiens, il est admis que la concurrence n'est pas « pure et parfaite » et qu'il n'y a pas atomicité des producteurs. Ainsi, moins la concurrence est marquée, plus le « pouvoir de marché » sera fort et plus les entreprises présentes seront en capacité d'imposer le niveau de prix qu'elles désirent, leur permettant de s'approcher de la cible de taux de marge, c'est-à-dire de se rapprocher de leur objectif de profit. Ce pouvoir de marché est représenté par le coefficient ψ et sa valeur est comprise entre 0 et 1. ω_f est le salaire réel visé par les entreprises, qui est l'équivalent de l'inverse du taux de marge désiré ; celui-ci va évoluer en fonction du taux d'utilisation des capacités de production. Plus le taux d'utilisation sera fort, plus les firmes viseront un taux de marge important – ce qui revient à viser un taux de salaire plus faible.

À partir des équations 5 et 6, il est possible de déterminer une situation d'état stationnaire, qui est comme une photographie prise à un moment donné. Le rythme de l'inflation comme le salaire réel – et donc le taux de marge observé dans l'économie – sont alors déterminés[7]. L'inflation sera d'autant plus violente que le pouvoir de négociation des travailleurs et le pouvoir de marché des entreprises sont forts, car elle se trouve alimentée par un écart important entre les désirs de chaque groupe.

ω^*, le taux de salaire d'état stationnaire, est le résultat d'un compromis pour lequel on observe un certain niveau d'inflation lorsqu'il est atteint. Ce résultat peut être représenté graphiquement – les * indiquant les valeurs d'état stationnaire dans la figure 10.1.

Figure 10.1. L'équilibre initial

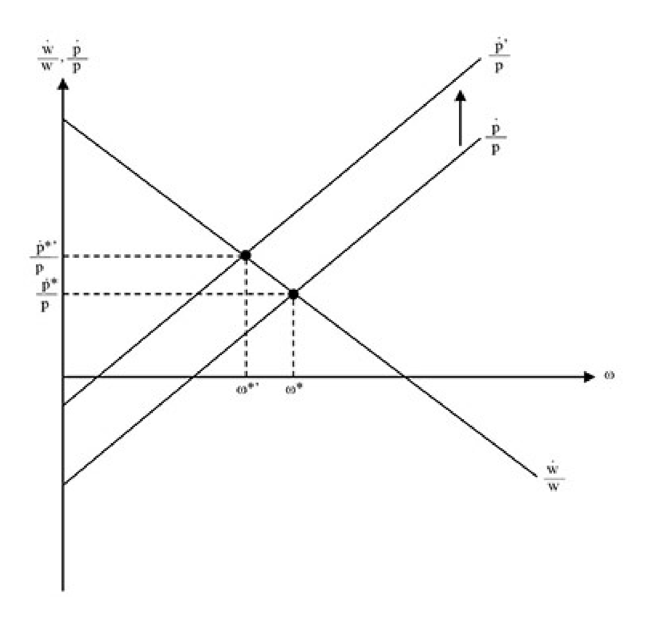


En abscisse figurent les taux de salaire réel ; en ordonnée, les taux de croissance des prix et des salaires. La pente de l'inflation ($\frac{\dot{p}}{p}$) est donnée par la valeur de ψ, celle de ($\frac{\dot{w}}{w}$) par celle de – Ω. Plus le pouvoir de marché des entreprises est important, plus la pente positive de l'inflation sera forte ; il en va de même de la relation entre le pouvoir de négociation des travailleurs et la pente négative de variation des salaires. Ces deux droites coupent l'axe des abscisses pour la valeur des taux de salaire réel visée par chacun des deux groupes. L'intersection des droites permet de déterminer les valeurs d'état stationnaire concernant la répartition fonctionnelle des revenus, ω^*, ainsi que les taux d'inflation et de croissance des salaires nominaux $\frac{\dot{w}^*}{w} = \frac{\dot{p}^*}{p}$.

À partir de cette figure, il est possible de représenter les effets de la modification de la valeur des paramètres ; c'est une méthode de statique comparative. Modifier les paramètres permet d'obtenir des valeurs différentes pour l'inflation comme pour le taux de salaire, et donc pour la répartition fonctionnelle du revenu.

Nous pouvons par exemple proposer un raisonnement pour expliquer l'apparition d'une situation stagflationniste – l'inflation s'accélère alors même que la progression de l'activité va être freinée.
Ici, la figure 10.2 fait apparaître une variation de la cible de salaire réel visée par les firmes, celle-ci se réduit, entraînant le déplacement de $\frac{\dot{p}}{p}$ vers $\frac{\dot{p}'}{p}$. Ce déplacement pourrait être provoqué par une augmentation des coûts de l'énergie qui déclenche une modification du taux de marge sur les coûts salariaux visé par les capitalistes : pour maintenir leur niveau de marge sur l'ensemble de leurs coûts, ils doivent accroître le taux de marge sur les salaires. Cette modification des termes du conflit de répartition provoque un renforcement de l'inflation, $\frac{\dot{p}^{*\prime}}{p} > \frac{\dot{p}^*}{p}$, et une diminution de la part des salaires dans l'économie, $\omega^{*\prime} < \omega^*$. Cette diminution de la part des salaires dans une économie dont la croissance est justement tirée par les salaires va entraîner une baisse de la croissance de l'activité. En proposant cet exemple, nous avons en tête le mécanisme en œuvre en France à la fin des années 1970 et au début des années 1980. Vaincre l'inflation devient alors possible : en permettant la baisse du pouvoir de négociation des salariés, notamment par une tolérance accrue vis-à-vis du chômage. Une politique monétaire restrictive qui réduit l'activité et entraîne une hausse du chômage aura un effet désinflationniste : le pouvoir de négociation des travailleurs est affaibli (graphiquement, la droite $\dot{w} / w$ se déplacerait dans le sens inverse des aiguilles d'une montre).

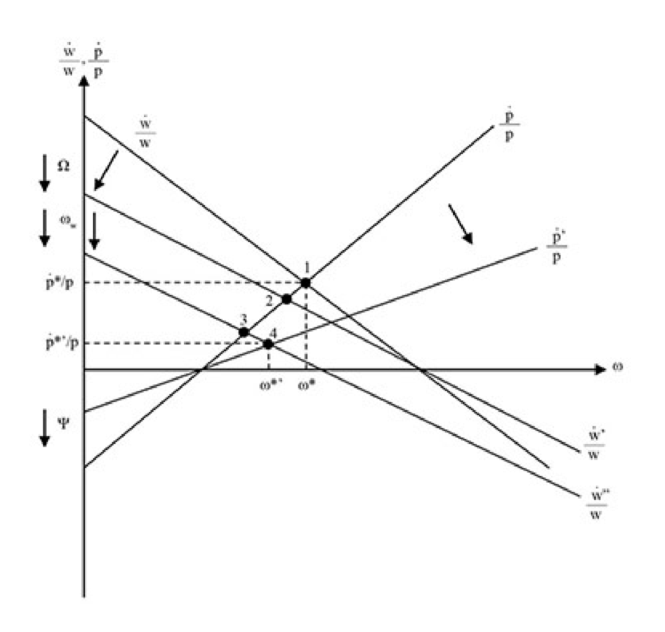
Figure 10.2. La stagflation



Ce type d'enchaînement permet aussi de tracer une séquence indiquant comment une économie peut glisser de manière autonome vers la déflation. C'est l'objet de la figure 10.3, qui rappelle la situation dans laquelle est plongée la zone euro depuis 2010.

Nous supposons d'abord un affaiblissement du pouvoir de négociation des travailleurs (c'est-à-dire une réduction du paramètre Ω). Cette baisse peut par exemple être provoquée par une réforme du droit du travail qui décentralise les négociations salariales et qui affaiblit de fait le pouvoir de négociation salariale des organisations de représentants des travailleurs, comme par une diminution du taux de syndicalisation. L'équilibre initial noté 1 sur la figure se déplace vers 2 ; l'inflation se réduit ainsi que le taux de salaire. Ce nouvel état stationnaire va parfois de pair avec une hausse du taux de chômage dans l'économie ; les travailleurs sont alors susceptibles de réviser à la baisse leur cible de salaire réel (ce qui est représenté par une réduction de ω_w). L'équilibre glisse vers 3. Enfin, les conséquences d'une baisse du pouvoir de marché des entreprises, par exemple provoquées par une hausse de l'ouverture internationale de l'économie, sont mises en évidence. L'équilibre se déplace de 3 vers 4 sous l'effet de la variation de ψ. Finalement, le taux de salaire réel a diminué ainsi que le rythme de l'inflation. Bien que le niveau d'inflation soit toujours positif en fin de raisonnement sur notre figure, le raisonnement proposé se répétant pourrait provoquer une baisse des prix et la survenue de la déflation.

Figure 10.3. Le glissement vers la déflation



1
2
3
4
ω
ω*
Ω
Ψ

2. Extensions du modèle, enjeux de politique monétaire et hyperinflation

Après avoir présenté une modélisation adaptée de Dutt (1990) et de Lavoie (2014) permettant d'appréhender les origines de l'inflation dans le courant post-keynésien, nous intégrons maintenant au raisonnement l'influence du taux de change et de l'indexation, puis nous expliciterons comment relier cette analyse de l'inflation à celle de la politique monétaire et enfin nous proposerons une conception post-keynésienne de l'hyperinflation.

2.1. L

Sur les bases du modèle synthétique présenté précédemment, plusieurs amendements peuvent être proposés afin d'expliquer pourquoi il arrive que l'inflation varie sans que, pour autant, on observe de modifications dans les paramètres – productivité du travail, salaires nominaux, taux de marge sur les coûts salariaux.

Il est notamment possible de développer la fonction de coût des entreprises et d'introduire des variables exogènes comme les coûts financiers ou le coût des consommations intermédiaires qui seraient importées.

Ainsi, si les charges financières subies par les entreprises s'élèvent, celles-ci pourraient chercher à répercuter cette augmentation des coûts sur les prix afin de maintenir leur niveau de profit, selon le même raisonnement que celui proposé pour construire la figure 10.2. Cette réaction est naturellement susceptible d'élever l'inflation. En prolongement de cette dernière idée, le taux de change peut aussi jouer un rôle dans une dynamique inflationniste dès lors que certains inputs sont nécessairement importés et payés dans une monnaie étrangère : une dépréciation de la monnaie domestique élève automatiquement les coûts supportés par les entreprises importatrices, qui vont chercher à réagir. Cette réaction sera fonction de leur pouvoir de marché et du taux d'utilisation des capacités de production, c'est-à-dire de leur capacité à répercuter cette augmentation des coûts tout en limitant les pertes de parts de marché. De la même manière, les travailleurs peuvent réviser leur cible de salaire réel en fonction des variations du taux de change si une grande partie des biens consommés sont des biens importés. Ces raisonnements complètent, sans les remettre en cause, ceux présentés dans la section précédente. Lavoie (2014, p. 567-568) propose par exemple une approche synthétique et amendée du modèle précédemment présenté.

Les auteurs structuralistes[8] insistent, eux, sur une autre composante de la dynamique inflationniste, parfois délaissée par les auteurs post-keynésiens : il s'agit des phénomènes d'indexation. Au contraire du taux de change ou des charges financières, cet élément est endogène au processus inflationniste, se développant à mesure que l'inflation se renforce. Ces auteurs montrent que les mécanismes d'indexation des prix et des salaires engendrent un renforcement de l'inflation. La présence de ces mécanismes, véritables constructions institutionnelles, permet d'éviter de brusques effets redistributifs en cas de variation brutale des prix. Lorsque ces mécanismes sont présents, un régime de haute inflation se met en place (Carvalho, 1991). Il en est de même pour les anticipations concernant les niveaux futurs de l'inflation (Frenkel, 1979) : si les travailleurs s'attendent à ce que les prix s'élèvent, ils vont immédiatement chercher à obtenir des augmentations nominales des salaires, ce qui provoque la progression de l'inflation. Mécanismes d'indexation comme anticipations s'ajoutent à ce qui est le

véritable moteur de l'inflation, à savoir le conflit de répartition, et peuvent nourrir des dynamiques hautement inflationnistes.

2.2. I

On le perçoit dorénavant : grâce à cette construction théorique, il est tout à fait possible de développer des analyses qui permettent de comprendre un processus inflationniste[9]. Ces analyses ont comme variables expliquées la répartition fonctionnelle des revenus – répartition entre revenus du capital et revenus du travail – et le niveau d'inflation.

Dans cette optique, on peut signaler la contribution de Nelson Barbosa-Filho (2014), poursuivant une voie initiée par Lance Taylor (2004). Cet auteur post-keynésien propose un modèle d'inflation dans lequel celle-ci est provoquée par le conflit de répartition, tout en prenant aussi en compte comme variables explicatives les anticipations des agents sur l'inflation future ou les coûts non salariaux subis par les entreprises. Le raisonnement développé permet de réactualiser la courbe de Phillips – qui met en évidence la relation décroissante entre inflation et taux de chômage. Barbosa-Filho met pour sa part en évidence la relation croissante entre la part des salaires dans une économie et l'inflation observée. C'est une mise en relation de la dynamique de la répartition et de celle de l'inflation. Ces questionnements sont au cœur de l'analyse post- keynésienne. Une fois la relation entre part des salaires et inflation posée, ces auteurs rappellent que, depuis les années 1980, les autorités en charge de la politique monétaire adoptent très généralement des cibles d'inflation – explicites ou non. Or, s'il existe une relation dans le long terme entre l'inflation et la part des salaires observée dans l'économie[10], cela signifie pour les banques centrales qu'avoir une cible de taux d'inflation est équivalent à cibler la part des salaires dans l'économie. Barbosa-Filho indique qu'une politique de ciblage d'inflation fait bien de la part des salaires dans le revenu national la variable d'ajustement ; cette relation est vérifiée économétriquement dans l'article sur l'économie américaine et sur longue période. En termes de politique économique, viser une inflation faible signifie donc que la part des salaires dans l'économie se réduit.

Cette analyse est tout à fait compatible avec celle développée par Paul Davidson (2006). Afin de maintenir l'inflation à un niveau faible, il est nécessaire que les travailleurs comme les entreprises soient découragés d'avoir des cibles de salaires et de taux de marge pouvant créer de l'inflation. Un niveau de chômage important, un marché du travail libéralisé et des économies largement ouvertes au commerce international peuvent générer un fonctionnement de l'économie compatible avec des niveaux d'inflation faibles.

Ces conclusions sont importantes et se retrouvent au cœur de critiques formulées par les auteurs post-keynésiens concernant la politique monétaire adoptée par la BCE[11] ou plus largement envers un régime de domination de la politique économique par la politique monétaire. L'étude des conséquences précises des politiques monétaires menées sur l'inflation et en termes de répartition est un enjeu important pour les auteurs post-keynésiens (cf. par exemple Rochon et Setterfield, 2012).

2.3. L

L'analyse de l'hyperinflation permet de souligner l'intérêt de l'approche post-keynésienne de l'inflation. L'étude et la compréhension de ces épisodes représentent un véritable enjeu théorique en

matière d'économie politique, car les implications en termes de répartition des revenus sont particulièrement saillantes. La théorie post-keynésienne analysant l'inflation fournit un cadre robuste permettant d'appréhender ces épisodes, bien qu'elle en ait quelque peu délaissé l'analyse systématique.

Les épisodes d'hyperinflation généralement évoqués dans la littérature concernent les hyperinflations observées dans les années 1920 (Autriche en 1922, Allemagne de 1920 à 1923), l'immédiat après-Seconde Guerre mondiale (Hongrie en 1945), la décennie 1990 (Argentine en 1989-1990, Yougoslavie au début de la décennie, Bulgarie en 1997) ou, plus récemment, l'hyperinflation au Zimbabwe en 2008.

De l'enjeu théorique découlent des enjeux concernant la pratique des politiques économiques. Une politique de ciblage d'inflation à un niveau faible contraint la progression des salaires et des taux de croissance. Mais cette politique de lutte contre l'inflation est souvent justifiée vis-à-vis des citoyens par la promesse que, l'inflation ainsi maîtrisée, elle ne va pas dégénérer en hyperinflation et conduire au chaos. L'analyse post- keynésienne révèle pourtant qu'il n'y a aucune raison pour que quelque renforcement de l'inflation que ce soit débouche sur l'hyperinflation.

La vision standard de l'hyperinflation, fournie par Philip Cagan (1956), propose un critère quantitatif pour la définir : l'hyperinflation serait observée lorsque les taux d'inflation mensuelle dépassent les 50 %. Cagan estime qu'elle est provoquée par des politiques monétaires et budgétaires laxistes, qui encouragent les agents à anticiper un renforcement de l'inflation les décourageant de détenir des encaisses monétaires. Cette vision s'inspire du quantitativisme.

Le modèle proposé par Michał Kalecki (1962) n'est, paradoxalement, pas si éloigné que cela de cette analyse. L'auteur fait de l'accélération de la vitesse de circulation de la monnaie – le rythme auquel on se défait des unités monétaires que l'on obtient – la cause de l'accélération des prix. Cette accélération de la vitesse de circulation de la monnaie est provoquée par le taux d'inflation anticipé, dans un raisonnement avec anticipations adaptatives. Selon Kalecki, l'hyperinflation, dans une économie fermée, est une augmentation rapide et continue des prix, et une tendance générale à convertir la monnaie en biens. C'est une fuite devant la monnaie ; la vitesse de circulation de celle-ci s'accélère bien. Ces deux caractéristiques sont indissociables. Kalecki relève d'autres caractéristiques importantes des épisodes hyperinflationnistes. Ils vont de pair avec des situations de pénuries de l'offre de biens, d'appauvrissement des rentiers et de réduction des salaires réels, qui, bien que pouvant bénéficier de mécanismes d'indexation sur l'inflation, sont pénalisés par l'existence de délais d'ajustement. Dès lors, seuls les profits des entrepreneurs, et surtout ceux réalisés par le « *big business* » – c'est-à-dire les grandes firmes –, sont favorisés. La contribution de Kalecki est importante pour deux raisons. Elle met en avant un aspect qualitatif de l'hyperinflation : les agents se débarrassent des moyens de paiement détenus le plus vite possible car ils anticipent une progression de l'inflation. Mais elle insiste aussi sur les conséquences en termes de répartition.

Articuler cette analyse avec celle de Joan Robinson permet de construire une véritable analyse post-keynésienne de l'hyperinflation. Robinson s'intéresse dans une contribution (1966[12]) à la séquence menant à l'hyperinflation allemande du début des années 1920. Contrairement à Kalecki, elle se place en économie ouverte. Elle met en avant la séquence suivante : l'inflation est initialement importante, causée par un conflit de répartition virulent. L'inflation domestique provoque une détérioration du solde de la balance commerciale et cette dégradation appelle une dépréciation du taux de change de la monnaie domestique qui renchérit le prix des biens importés exprimé en monnaie domestique, car l'économie allemande doit alors faire face à un écrasant endettement externe en devises – conséquence du traité de Versailles (1919). Ce mécanisme nourrit de nouveaux accroissements des prix – les firmes souhaitent maintenir les taux de marge – et des salaires – les travailleurs souhaitent conserver leur niveau de

rémunération réelle. C'est dès lors très clair pour Robinson : l'effondrement du change conduit à l'hyperinflation.

L'analyse post-keynésienne de l'hyperinflation est celle-ci : l'hyperinflation est un phénomène d'abord provoqué par un conflit de répartition violent. Celui-ci favorise l'adoption de mécanismes d'indexation, y compris sur le change. L'inflation est incompatible avec les équilibres extérieurs et la dépréciation externe de la monnaie nourrit à nouveau la boucle prix-salaires. C'est la séquence de Robinson. Ajouter à celle-ci le rôle joué par les anticipations sur lequel insiste Kalecki permet de définir l'hyperinflation comme le moment lors duquel les agents, anticipant la rupture du change, se détournent de la monnaie domestique au profit d'une devise, déclenchant ainsi un phénomène autoréalisateur qui entraîne la rupture du change et de toute cohérence fournie par les prix affichés en unités de monnaie domestique. Cette analyse est cohérente avec celles proposées par les structuralistes concernant les hautes inflations observées en Amérique latine lors des années 1980. Elle corrobore aussi la remarque formulée par Nicholas Kaldor (1982) sur la situation allemande en 1923 : alors que la plupart des prix étaient indexés sur le taux de change, si le change restait stable dans la journée, les prix et les salaires le demeuraient aussi. L'hyperinflation dans une économie ouverte est définie de manière qualitative : c'est le phénomène qui acte, dans une économie hautement inflationniste, le rejet généralisé de la monnaie domestique au profit d'une devise. L'article de Sébastien Charles et Jonathan Marie (2016) développe cette approche dans un modèle kaleckien pour une petite économie ouverte dotée d'un taux de change fixe.

Il ressort de cette réflexion qu'en l'absence d'un endettement externe en devises, de mécanismes d'indexation des prix et des salaires, et d'un conflit de répartition dont les termes sont susceptibles de déclencher une inflation d'un niveau conséquent, il n'y a pas lieu de craindre l'émergence d'un phénomène hyperinflationniste. Il n'y a donc absolument pas lieu de justifier une cible d'inflation de 2 % par la peur de l'hyperinflation.

Conclusion

Pour les post-keynésiens, l'inflation n'est pas la conséquence directe de l'émission monétaire. Elle est la conséquence d'un rapport social et est intrinsèquement liée à l'évolution de l'économie. Bien sûr, la politique monétaire peut l'influencer : si celle-ci est restrictive, en provoquant un ralentissement de l'activité économique, elle va entraîner un ralentissement de l'inflation. Mais l'inverse n'est pas forcément vrai : il ne suffit pas qu'une banque centrale baisse le taux d'intérêt directeur pour susciter en tout temps un rebond de l'activité, car il est alors nécessaire que la demande effective soit suffisamment importante.

L'interprétation post-keynésienne de l'inflation, susceptible d'expliquer les variations de l'inflation tout comme une situation de stagflation ou de déflation, nous permet d'affirmer que tolérer une inflation plus élevée est indispensable si l'on veut s'engager à nouveau vers le plein-emploi dans nos économies, car la progression de l'activité économique et la baisse du chômage provoqueraient des hausses des salaires et des prix. Cette théorie nous rappelle aussi qu'une inflation qui se renforce peut être la caractéristique d'une modification du partage de la valeur ajoutée – les travailleurs ou les capitalistes obtenant une augmentation de la part des revenus distribués sur une période. L'inflation est provoquée par l'évolution des coûts et le conflit de répartition. L'analyse d'un processus inflationniste nécessite un travail d'*économie politique historique* : il faut comprendre comment évoluent les principaux paramètres du conflit de répartition – taux de marge visé par les firmes, pouvoir de marché des entreprises, pouvoir de négociation des travailleurs – pour saisir un processus inflationniste.

L'inflation étant liée à la question de la répartition, sa compréhension est un enjeu important de la théorie post-keynésienne. Le cadre d'analyse présenté ci-dessus permet d'intégrer des dimensions culturelles et historiques ainsi que d'initier une définition et une compréhension qualitative de l'hyperinflation, considérée comme le rejet de la monnaie domestique par ses utilisateurs.

Références bibliographiques

Aquanno, S., et Brennan, J. (2016), « Some Inflationary Aspects of Distributive Conflict : Reassessing Canadian Inflation, Part I », *Journal of Economic Issues*, vol. 50, nº 1, p. 217-244.

Aujac, H. (1950), « L'influence du comportement des groupes sociaux sur le développement d'une inflation », *Économie appliquée*, vol. 3, nº 2, p. 279-300.

Barbosa-Filho, N. H. (2014), « A Structuralist Inflation Curve », *Metroeconomica*, vol. 65, nº 2, p. 349-376.

BCE (2017a), « Cartoon on Price Stability for School », ECB.Europa.eu.

BCE (2017b), « Inflation Island, comment l'inflation affecte l'économie », ECB.Europa.eu.

Bresciani-Turroni, C. (1968), *The Economics of Inflation*, 3e éd., Northampton, John Dickens.

Cagan, P. (1956), « The Monetary Dynamics of Hyperinflation », dans M. Friedman (dir.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago, University of Chicago Press, p. 25-117.

Carvalho, F. J. C. (1991), « A Post Keynesian Approach to Inflation, High Inflation and Hyperinflation », dans P. Davidson et J. A. Kregel (dir.), *Economic Problems of the 1990s*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 69-84.

Charles, S., et Marie, J. (2016), « Hyperinflation in a Small Open Economy with a Fixed Exchange Rate : A Post Keynesian View », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 39, nº 3, p. 361-386.

Davidson, P. (2006), « Can, or Should, a Central Bank Inflation Target ? », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 28, nº 4, p. 689-703.

De Grauwe, P., et Polan, M. (2005), « Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon ? », *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 107, nº 2, p. 239-259.

Dutt, A. K. (1990), *Growth, Distribution and Uneven Development*, Cambridge, Cambridge University Press.

Frenkel, R. (1979), « Decisiones de precio en alta inflación », *Desarrollo Económico*, vol. 19, nº 75, p. 291-330.

Kaldor, N. (1982), *Le Fléau du monétarisme*, trad. fr. B. Guerrien et M. Oriol, Paris, Economica, 1985.

Kalecki, M. (1962), « A Model of Hyperinflation », *Manchester School of Economics and Social Studies*, vol. 30, nº 3, p. 275-281.

Kalecki, M. (1971), *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy, 1933-1970*, Cambridge, Cambridge University Press.

Keynes, J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, trad. fr. J. de Largentaye, Paris, Payot, 1995 et Payot & Rivages pour l'édition corrigée, 2017.

Lavoie, M. (2014), *Post-Keynesian Economics : New Foundations*, Cheltenham, Edward Elgar.

Marie, J. (2010), « Inflation in Argentina during the Second Peronist Period (1973-1976): A Post-Keynesian Interpretation », *Review of Political Economy*, vol. 22, nº 2, p. 281-299.

Robinson, J. (1966), « The Economics of Hyperinflation », dans *Collected Economic Papers of Joan Robinson*, Oxford, Basil Blackwell, t. 1, p. 69-77.

Rochon, L.-P., et Setterfield, M. (2012), « A Kaleckian Model of Growth and Distribution with Conflict-Inflation and Post Keynesian Nominal Interest Rate Rules », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 34, nº 3, p. 497-520.

Rowthorn, R. E. (1977), « Conflict, Inflation and Money », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 1, nº 3, p. 215-239.

Taylor, L. (2004), *Reconstructing Macroeconomics : Structuralist Proposals and Critiques of the Mainstream*, Cambridge (Mass.), Harvard University Press.

Weintraub, S. (1978), *Capitalism's, Inflation and Unemployment Crisis*, Reading (Mass.), Addison-Wesley.

---

1. Cette expression renvoie aux pratiques mises en place par les principales banques centrales du monde lors des années 1990, ainsi qu'aux discours des économistes appartenant au courant dominant : la politique monétaire peut contrecarrer durablement l'inflation sans conséquence négative sur l'activité réelle.

2. Voir chapitre 9.

3. Voir chapitre 2.

4. Un point surmontant une variable fait référence à sa variation au cours du temps.

5. Ce taux de salaire s'apparente à la notion de pouvoir d'achat des salariés. Il correspond aussi à la part des salaires dans le PIB.

6. Même s'il est envisageable qu'une hausse de l'activité n'entraîne pas de hausse de l'inflation. Généralement, la première s'accompagne d'une augmentation de l'investissement, qui favorise la hausse de la seconde. Il suffit donc que l'accroissement de la productivité compense la hausse des salaires nominaux pour que l'inflation reste constante. On a donc la séquence : $\dot{w} = \dot{y} > 0$. Ces mêmes gains de productivité peuvent être provoqués par un taux de croissance des heures travaillées inférieur au taux de croissance de l'économie, soit $\dot{L} < \dot{Y}$.

7. Cette détermination est donnée par l'égalité suivante : . $\frac{\dot{p}}{p} = \frac{\dot{w}}{w} \Rightarrow \omega^* = \frac{\Omega\omega_w + \Psi\omega_f}{\Psi + \Omega}$. Elle indique que l'inflation est strictement égale au taux de croissance des salaires (c'est la définition de notre état stationnaire). Cela nous permet de déduire la valeur du salaire réel, ω^*, qui dépend bien du pouvoir de négociation des travailleurs, Ω, du pouvoir de marché des entreprises, ψ, et des cibles souhaitées par chacun, ω_w et ω_f.

8. Ce courant de pensée économique, influencé par Keynes mais focalisé sur les questions de développement économique, est apparu au sein de la Commission économique pour l'Amérique latine (CEPAL) lors des années 1950. Le nom renvoie au fait que les auteurs de ce courant s'attachent à fonder leurs réflexions sur l'analyse des structures économiques des pays étudiés.

9. Ce cadre d'analyse se prête bien aux analyses de court comme de long terme. On peut par exemple proposer au lecteur intéressé de se reporter à Marie (2010) pour une analyse de l'évolution de l'inflation en Argentine entre 1973 et 1976 ou à Aquanno et Brennan (2016) pour une analyse de l'inflation au Canada du XX[e] siècle à nos jours.

10. Les auteurs reconnaissent qu'il est impossible de déterminer *a priori* la pente exacte de la courbe, qui dépend des cibles des agents et de leurs pouvoirs de marché ou de négociation. Mais ils indiquent qu'on peut la déterminer *ex post*, ce qui atteste de la cohérence du raisonnement.

11. On évoque ici la politique monétaire menée par la BCE en temps normal, c'est-à-dire avant les mesures d'assouplissement quantitatif mises en place après la crise financière de 2007-2008. Ces dernières attestent d'une modification de l'objectif suivi par la BCE : alors que l'inflation est inférieure à la cible visée, la BCE agit afin d'assurer la liquidité sur les marchés financiers et interbancaires.

12. L'article est publié une première fois, dans une version plus courte, en 1938. C'est en fait une critique de Bresciani-Turroni (1968). Cet ouvrage analyse l'hyperinflation allemande dans une vision tout à fait monétariste, interprétation contre laquelle se dresse Robinson.

CHAPITRE 11

Les enjeux de la relation entre croissance et répartition[1]

Amitava Krishna Dutt et Dany Lang

Croissance et partage de la valeur ajoutée occupent une place centrale dans l'analyse post-keynésienne. Dans la théorie néoclassique, la répartition des fruits de la croissance ne constitue pas un enjeu car, à l'optimum, la rémunération des facteurs de production est déterminée par leurs productivités marginales. Ainsi, le salaire réel est déterminé par la productivité du travail et les profits en termes réels sont rémunérés à hauteur de la productivité marginale du capital. Les post-keynésiens pensent au contraire que la rémunération de ces facteurs ne résulte pas de leurs productivités mais en grande partie du rapport de force, du conflit distributif entre le travail et le capital.

Là où la théorie néoclassique postule l'absence d'influence de la demande sur l'équilibre économique à long terme, les disciples de John Maynard Keynes comme Roy Harrod (1939), Richard Kahn (1959) et Joan Robinson (1962) se sont penchés sur le rôle joué par la demande globale, s'efforçant ainsi de prolonger l'approche de Keynes dans le long terme. Les influences de Karl Marx, Michał Kalecki (1971) et Nicholas Kaldor (1955) ont ainsi amené les économistes post-keynésiens à mettre l'accent sur les questions de répartition.

Il convient de distinguer la répartition interpersonnelle des revenus – répartition par déciles ou centiles, étudiée entre autres par Thomas Piketty (2013) – de la répartition fonctionnelle – partage de la valeur ajoutée entre salaires et profits. Les post-keynésiens, privilégiant les modèles macroéconomiques, se sont surtout penchés sur cette dernière. Ils s'intéressent au partage de la valeur ajoutée non seulement parce qu'il y a là un enjeu de justice sociale – la *juste répartition* des fruits de la croissance –, mais également parce que cette répartition a elle-même une influence notable sur la croissance – donc la création de valeur ajoutée future – et l'emploi.

Les travaux d'inspiration kaleckienne ont fait l'objet d'un fort regain d'intérêt depuis la fin des années 1980, période marquée par une baisse significative de la part des salaires dans la valeur ajoutée – et une hausse corrélative de la part des profits. Ce regain d'intérêt s'est accompagné d'une formalisation mathématique simple due, entre autres, à Amitava Krishna Dutt (1984). Avant tout, cette formalisation possède des vertus pédagogiques : ces modèles constituent des alternatives aux modèles de type « nouveau consensus macroéconomique ». Mais la mise en équations permet également de penser dans un cadre commun et analytiquement rigoureux les dynamiques macroéconomiques et le rôle joué par les changements de la répartition de la valeur ajoutée dans ces dernières. En raison de leur simplicité mais aussi de leur forte malléabilité, les modèles post-keynésiens kaleckiens (PKK), dont nous présentons les fondements dans ce chapitre, constituent donc aujourd'hui une part importante de la littérature publiée dans les revues académiques et constituent un objet en constante évolution.

Nous verrons dans un premier temps le modèle canonique, un cadre analytique simple permettant de comprendre les liens entre croissance et répartition. La deuxième section présente les amendements apportés au modèle par Amit Bhaduri et Stephen Marglin (1990). La troisième section aborde les quelques critiques souvent formulées à l'encontre des modèles PKK. La quatrième section développe quelques-unes des extensions apportées à ce type de modèles.

1. Le modèle canonique de croissance et répartition

L'économie post-keynésienne souligne l'importance du temps historique, de l'incertitude radicale, des conventions, des règles implicites, de la demande globale. Les modèles PKK s'efforcent de prendre en compte ces caractéristiques.

Le cadre analytique simple présenté ici est fondé sur les hypothèses simplificatrices suivantes, usuelles dans les modèles PKK. Elles sont au nombre de dix :

– l'économie produit un seul bien, qui peut être à la fois consommé et investi (par exemple, du blé) ;

– il s'agit d'une économie fermée ;

– il n'y a ni dépense publique, ni impôt ;

– les deux facteurs de production, capital et travail, sont homogènes ;

– pour tenir compte des controverses des deux Cambridge[2], les facteurs de production sont complémentaires et des coefficients fixes permettent de calculer la production maximale pouvant être obtenue avec chacun des facteurs ;

– l'économie comporte deux classes, les capitalistes (qui perçoivent des profits) et les travailleurs (qui doivent travailler pour vivre et touchent un salaire). Cette division en classes permet de penser le conflit de répartition et ses effets sur la conjoncture économique ;

– la flexibilité externe du travail est intégrale : les travailleurs peuvent être licenciés immédiatement et sans préavis ; contrairement au travail, le capital peut être en excès : les entreprises doivent conserver tout le capital qu'elles possèdent ;

– la dépréciation du capital est nulle ;

– les salariés dépensent l'intégralité de leur salaire pour consommer, tandis que les capitalistes épargnent une partie des profits qu'ils perçoivent et consomment la partie résiduelle ;

– toutes les entreprises sont identiques, ce qui nous permet de raisonner en termes d'entreprise représentative.

Toutes ces hypothèses sont faites pour simplifier le modèle et peuvent être levées pour l'enrichir, comme cela a été fait dans la littérature post-keynésienne.

Dans ce modèle, la demande globale détermine la production et l'emploi. Les travailleurs devant travailler pour vivre, l'offre de travail est toujours illimitée – les entreprises ne font jamais face à une pénurie de main-d'œuvre. Les entreprises fixent leur prix en ajoutant une marge aux coûts salariaux et font varier la production en fonction de la demande globale. Cela nécessite que les entreprises possèdent du capital en excès – leur production n'est pas contrainte par la quantité de capital qu'elles possèdent. Enfin, les entreprises prennent leurs décisions d'investissement sur la base du taux d'utilisation des capacités, considéré comme un indicateur de la demande qui s'adresse à elles et qui influence donc leurs anticipations concernant la demande future.

Dans une optique de répartition, le revenu national, exprimé en termes nominaux, est nécessairement partagé entre salaires et profits :

$$\text{Revenu national} = \text{salaires} + \text{profits} \qquad (1)$$

Étant donné que le taux de profit r se définit comme le rapport entre les profits et le stock de capital exprimé en termes nominaux PK et que les salaires versés sont le produit du salaire nominal W et du niveau de l'emploi L, l'équation 1 peut se réécrire :

$$PY = WL + rPK \qquad (2)$$

où P est le niveau des prix et Y le revenu réel.

Le niveau de l'emploi dans cette économie sera alors :

$$L = a_0 Y \quad (3)$$

où a_0 est le rapport entre travail et production (l'inverse de la productivité moyenne du travail). Ce rapport est supposé fixe et donc constant. Il n'en est pas ainsi pour le capital, qui peut être détenu en excès par les entreprises. Si l'on note a_1 le rapport maximal capital-production, la production doit nécessairement obéir à la contrainte $Y \leq \frac{K}{a_1}$.

Les entreprises fixent leur prix en appliquant une marge sur leurs coûts variables (tarification au *mark-up*) :

$$P = (1 + z)\, W a_0 \quad (4)$$

où z est la marge fixée par les entreprises, qui dépend, selon Kalecki (1971), du degré de concentration industrielle (l'intensité de la concurrence) et du pouvoir de négociation respectif des entreprises et des travailleurs. Par hypothèse, le salaire nominal est constant à court terme.

Le rapport entre l'investissement et le stock de capital est déterminé par les esprits animaux et par le taux d'utilisation des capacités $u = Y / K$ (noté TUC) :

$$g^I = I/K = \gamma_0 + \gamma_1 u \quad (5)$$

Pour s'assurer de la linéarité de la fonction d'investissement, les paramètres γ_i sont supposés positifs. Le taux d'utilisation donne une indication du dynamisme de la demande sur le marché et des anticipations des entrepreneurs concernant l'avenir.

À court terme, le stock de capital est donné et l'équilibre de marché est atteint grâce aux variations de la production, donc du taux d'utilisation des capacités. La condition d'équilibre s'écrit $I = S$, ou encore :

$$\frac{I}{K} = \frac{S}{K} \quad (6)$$

où S est le montant de l'épargne en termes réels, soit $S = Y - C$.

En insérant les équations 3 et 4 dans l'équation 2, nous obtenons la relation entre taux de profit et taux d'utilisation :

$$r = \left[\frac{z}{(1 + z)}\right] u \quad (7)$$

D'après cette équation, le taux de profit augmente :

– avec le *mark-up* (pour un taux d'utilisation donné), parce qu'une hausse du *mark-up* accroît la part des profits ;

– avec le taux d'utilisation des capacités (pour une part des profits donnée), parce que les ventes et donc les profits augmentent.

En mettant l'équation 7 dans l'équation 5, nous obtenons une relation positive entre le rapport investissement-capital et le taux de profit :

$$\frac{I}{K} = \gamma_0 + \gamma_1 \left[\frac{(1 + z)}{z}\right] r \quad (8)$$

En utilisant les équations 2 et 4 et la définition de l'épargne, nous obtenons une relation positive entre le rapport épargne-capital et le taux de profit :

$$g^S = S/K = s \cdot r \qquad (9)$$

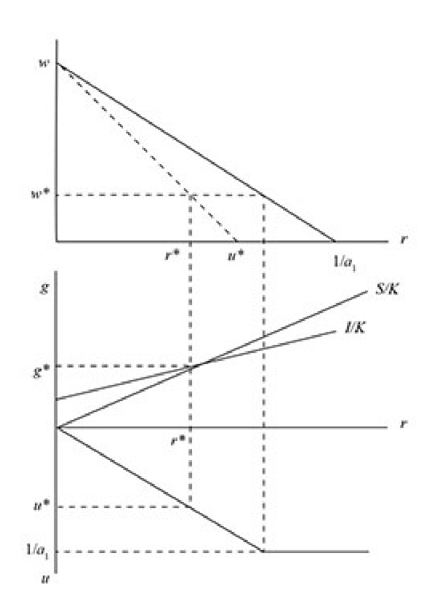
Graphiquement, les équations 5 et 9 se représentent sous la forme de deux droites, I / K et S / K dans le quadrant du haut (plan g, r), pour une valeur donnée du *mark-up* z. Le quadrant du bas montre la relation entre r et u décrite par l'équation 7. Cette relation tient pour $u \leq 1 / a_1$, puisque le TUC ne peut dépasser le montant maximum permis par la technologie. La ligne pleine dans la partie supérieure de la figure montre la relation entre le salaire réel $w = W / P$ et le taux de profit r en se basant sur les équations 2 et 3, et en supposant que le TUC est à son niveau maximal, $u^* = 1 / a_1$. La pente de cette droite est négative parce que, étant donné le TUC (maximal), une augmentation des salaires réels nécessite une baisse du taux de profit.

L'équilibre de court terme requiert que deux conditions soient remplies. Premièrement, conformément à l'équation 6, l'épargne doit être égale à l'investissement pour assurer l'équilibre sur le marché des biens. L'ajustement se fait par le TUC et donc, pour un *mark-up* donné, par le taux de profit. Cet équilibre est représenté à l'intersection des courbes I / K et S / K dans la partie inférieure de la figure 11.1. À cette intersection, on trouve la valeur d'équilibre de nos trois variables endogènes de ce modèle, g^*, u^* et r^*. Deuxièmement, à l'équilibre, le salaire réel, déterminé par l'équation 4, est donné par :

$$w = \frac{1}{[(1 + z)\, a_0]} \qquad (10)$$

w^* est représenté dans la partie supérieure de la figure 11.1. Les combinaisons salaire réel-taux de profit y sont représentées par la droite en pointillé. Cette droite est en dessous de la frontière salaire réel-profit car, dans le cas général, nous avons une capacité excédentaire à l'équilibre. Le taux d'utilisation d'équilibre correspond à l'abscisse à l'origine de la droite salaire-profit.

Figure 11.1. Le modèle PKK canonique



À long terme, le stock de capital devient variable et croît suivant l'équation dynamique $\dot{K} = gK$, où $\dot{K}$

est la variation de K. Comme K n'a aucune influence dans la figure 11.1, les niveaux d'équilibre de long terme des variables endogènes sont les mêmes qu'à court terme. Comme le stock de capital croît au taux g, la production croît au même taux, puisque le TUC d'équilibre reste inchangé. Comme les valeurs de court et de long terme sont les mêmes, nous les appelons toutes « valeurs d'équilibre ».

Remarquons qu'il y aura toujours du chômage involontaire dans cette économie, le taux de croissance de l'offre de travail émanant des salariés n'ayant aucun effet sur le taux de croissance de la production.

Ce modèle possède plusieurs propriétés remarquables :

– La confiance est fondamentale. Une hausse de la demande autonome, représentée par le paramètre γ_0, provoquera une translation de la courbe I / K vers le haut et se traduira par une hausse des valeurs d'équilibre de la croissance, du TUC et du taux de profit, sans impact sur le salaire réel. Une vague d'optimisme se traduit donc par une amélioration des valeurs d'équilibre des variables endogènes.

– Une hausse du taux d'épargne des capitalistes s fait pivoter la courbe S / K vers le haut et réduit les valeurs d'équilibre de g, r, et u. On retrouve ainsi le « paradoxe de l'épargne » cher à Keynes (1936) : une hausse de l'épargne, loin de stimuler l'investissement comme dans la théorie néoclassique, déprime l'économie. *Ces deux propriétés remarquables sont propres aux modèles post-keynésiens* et distinguent ces modèles de ceux d'autres traditions de pensée, comme les modèles néoclassiques.

– Une baisse du *mark-up* z a pour conséquence une hausse du salaire réel – équation 10 –, donc une hausse du salaire réel d'équilibre. Cette baisse du *mark-up* entraîne, d'après l'équation 7, qu'un taux de profit donné est désormais associé à un TUC plus élevé et donc, en vertu de l'équation 8, à un niveau plus élevé d'investissement, pour un taux de profit donné, ce qui implique un déplacement de la courbe I / K dans la figure 11.1. Les niveaux d'équilibre de g et de r augmentent donc. La courbe représentant la relation entre r et u pivote également vers le bas, donc le TUC d'équilibre augmente lui aussi. Comme le salaire réel d'équilibre et le taux de profit augmentent à la suite de la baisse du *mark-up*, l'économie se déplace vers le nord-est dans le plan w, r. Ainsi, il existe une relation positive entre le salaire réel et la part des salaires, donnée par wa_0, et entre le taux d'accumulation du capital et la croissance économique.

Il existe également une corrélation positive entre le salaire réel et le taux de profit. Ce résultat est appelé « paradoxe des coûts » (Rowthorn, 1982) : une hausse des coûts pour les entreprises (liée à l'augmentation des salaires) aura pour effet une hausse des profits et de la croissance. La cause de ce résultat est l'existence de capacités de production excédentaires à l'équilibre et donc l'endogénéité du taux d'utilisation des capacités. Une baisse du *mark-up* et une hausse du salaire réel redistribuent le revenu, qui passe des poches des capitalistes, qui épargnent, vers celles des salariés, qui n'épargnent pas, ce qui engendre une hausse de la consommation, du taux d'utilisation et donc du taux de profit. De plus, le taux d'accumulation augmente, ce que renforce l'effet positif sur la demande globale.

2. Le modèle de Bhaduri et Marglin

Partant du modèle canonique, plusieurs amendements ont été apportés, souvent en modifiant la fonction d'investissement, au cœur de la dynamique du modèle. Dans le modèle canonique, l'investissement – équation 5 – dépend uniquement du taux d'utilisation. Ces amendements ont consisté à supposer que l'investissement dépend d'un écart entre le TUC courant et un taux d'utilisation désiré par les entreprises, ou à tenir compte de l'influence positive du taux de profit sur l'investissement. Ces amendements ne changent rien aux résultats présentés dans la section précédente.

Il faut attendre la reformulation du modèle proposée par Bhaduri et Marglin (1990) pour que les résultats changent. Pour ces auteurs, le rapport investissement-capital dépend du taux d'utilisation et de la *part* des profits :

$$\frac{I}{K} = \gamma_0 + \gamma_1 u + \gamma_2 \pi \qquad (11)$$

Où $\pi = z / (1 + z)$ est la part des profits. Bhaduri et Marglin estiment que, dans la mesure où le taux de profit dépend du taux d'utilisation des capacités et de la part des profits, les entreprises s'intéressent à ces deux variables quand elles forment leurs anticipations concernant les profits futurs.

Avec cette fonction d'investissement, une hausse de la part des salaires ne stimulera plus nécessairement la croissance. En effet, en résolvant le modèle, nous trouvons la nouvelle valeur d'équilibre du taux d'utilisation des capacités :

$$u = \frac{\gamma_0 + \gamma_2 \pi}{s\pi - \gamma_1} \qquad (12)$$

Comme dans le modèle canonique, le TUC à l'équilibre baisse quand la part des profits augmente (et, inversement, augmente quand la part des salaires augmente), en raison des effets sur la consommation de la redistribution des salaires vers les profits, plus forts que l'effet de la hausse de la part des profits sur l'investissement[3].

La différence par rapport au modèle canonique vient de la prise en compte de la part des profits. L'effet de la hausse de la part des profits sur le taux d'accumulation à l'équilibre est ambigu : à l'effet négatif sur le TUC s'oppose l'effet positif sur l'investissement. Donc, en fonction de l'importance relative des paramètres γ_1 et γ_2, qui mesurent, respectivement, l'effet du TUC et l'effet sur le rapport investissement- capital, le taux de croissance peut augmenter ou baisser avec la part des profits. Dans le premier cas, on parle de régime *wage-led* (tiré par les salaires) ou *stagnationniste* ; dans le second, de régime *profit-led* (tiré par les profits) ou *exhilarationniste*. Le modèle canonique examiné plus haut est nécessairement *wage-led*. Le modèle de Bhaduri et Marglin propose donc un cadre d'analyse plus général.

Notons qu'amender la fonction d'investissement n'est pas la seule manière d'obtenir des régimes *wage-led* et *profit-led* dans les modèles post-keynésiens. Cela peut également être obtenu, par exemple, en permettant aux salariés d'épargner (Charles, 2008). Mais amender la fonction d'investissement rend possible l'apparition d'un effet négatif d'une hausse des coûts salariaux sur les profits et le taux d'accumulation du capital – une caractéristique importante des modèles marxistes. Le modèle de Bhaduri et Marglin permet donc un dialogue entre les économistes d'inspiration marxiste et les post-keynésiens.

3. Les principales critiques des modèles PKK

Les principales critiques adressées aux modèles PKK concernent la présence de capacités de production en excès à long terme, la dynamique du chômage à long terme, le rôle de la monnaie et de l'incertitude, et enfin l'absence de fondements microéconomiques.

Concernant les capacités, les critiques (Auerbach et Skott, 1988) soulignent qu'il est nécessaire que le TUC soit endogène à long terme pour que le régime de croissance puisse être *wage-led*. L'argumentation consiste à souligner que, si le TUC est inférieur au niveau désiré, les entreprises n'investiront pas, à tout le moins jusqu'à ce que le TUC atteigne son niveau désiré – qui peut être inférieur à $1 / a_1$ pour tenir compte du fait que les entreprises peuvent désirer avoir des capacités excédentaires pour prendre en compte la viabilité de la demande et éviter de se retrouver à cours de stocks. Pour soutenir cela, il faut néanmoins spécifier les mécanismes qui assurent l'ajustement du TUC à son niveau désiré. Deux mécanismes ont été proposés. Un premier consiste à supposer qu'un TUC inférieur (supérieur) au niveau désiré fait chuter (augmenter) la composante autonome de l'investissement, γ_0. Il s'agit néanmoins d'un processus instable, dans la mesure où, si le TUC est inférieur à la moyenne en raison d'une demande insuffisante, l'investissement autonome va baisser, ce qui fait baisser la demande d'investissement, donc la demande globale, et provoque ainsi une baisse encore plus importante du TUC. Le second mécanisme consiste à jouer sur le *mark-up* : si le TUC est inférieur (supérieur) à son niveau désiré, les entreprises sont censées réduire (augmenter) leur *mark-up*. Ce mécanisme est stable : par exemple, une capacité excédentaire va faire chuter le *mark-up*, ce qui va engendrer une hausse du salaire réel et de la demande globale en raison de la propension à consommer plus élevée des salariés. L'économie va converger vers un équilibre de long terme caractérisé par l'égalité entre les niveaux courant et désiré des capacités[4].

Plusieurs arguments ont été avancés pour montrer que l'équilibre de long terme est compatible avec un TUC endogène (Dutt, 2010). D'une part, en situation d'incertitude radicale, les entreprises ont la possibilité de ne pas choisir un niveau unique de capacité désirée, mais de se satisfaire de maintenir une stratégie d'investissement inchangée si la baisse du TUC courant se fait à l'intérieur d'une certaine bande, au sein de laquelle le TUC est endogène. D'autre part, le TUC désiré peut ne pas être exogène et s'ajuster en fonction de la situation sur le marché des biens. Par exemple, si les entreprises maintiennent des capacités excédentaires pour dissuader les entrants potentiels, elles peuvent accroître leur TUC désiré quand elles s'attendent à une hausse du taux de croissance. En supposant que les entreprises font des anticipations adaptatives sur les taux de croissance, sur la base de l'écart entre les taux de croissance courants et observés, on peut montrer que l'économie atteindra un équilibre de long terme auquel le TUC sera à son niveau désiré et la croissance à son niveau anticipé. Néanmoins, cette économie aura un continuum d'équilibres et sa situation de long terme dépendra de sa position initiale. De plus, la croissance sera *wage-led* pour une fonction d'investissement du type de celle donnée dans l'équation (11) : une baisse de la marge augmente le TUC, le TUC désiré et le taux d'accumulation de long terme (Dutt, 1997).

Une autre critique majeure formulée à l'égard des modèles PKK porte sur la question du chômage. En effet, si nous considérons l'offre de travail à un moment donné du temps et son taux de croissance avec le temps comme exogènes, le modèle PKK standard a pour propriété que le chômage peut augmenter ou diminuer indéfiniment à l'équilibre de long terme. Hormis le fait qu'une telle dynamique n'est jamais observée dans le monde réel, elle peut être critiquée parce qu'elle est peu compatible avec l'idée d'un équilibre de long terme qui soit raisonnable. Ainsi, si le chômage est élevé, les salaires nominaux

devraient baisser, tout comme le taux d'inflation, ce qui devrait faire baisser le taux d'intérêt, provoquer une hausse de l'investissement et de la demande globale, et donc faire baisser le chômage.

Il y a néanmoins plusieurs raisons pour lesquelles ce processus d'ajustement peut ne pas se produire. La rigidité des salaires peut empêcher les salaires nominaux de baisser, même en présence de chômage, entre autres parce que les salariés s'intéressent à leurs salaires relatifs les uns par rapport aux autres (Keynes, 1936), ou encore parce qu'il est rationnel pour les entreprises de verser un salaire d'efficience. De plus, même si les salaires nominaux et les prix chutent, la demande globale peut ne pas augmenter parce que la monnaie est endogène, parce qu'il peut y avoir redistribution du revenu des débiteurs vers les créditeurs ou des salaires vers les profits (si les salaires réels baissent en raison du chômage), ce qui peut réduire la consommation et la demande globale. Une baisse du taux d'intérêt peut ne pas stimuler l'investissement en situation d'incertitude radicale (Dutt et Amadeo, 1990).

Enfin, même si ce mécanisme venait à fonctionner, si le progrès technique réagit à la situation sur le marché du travail de telle sorte que le resserrement des conditions sur le marché du travail augmente le taux de croissance de la productivité du travail, l'économie aura un continuum d'équilibres et sera caractérisée par de la « dépendance au sentier ». En fonction de sa position initiale, elle pourra arriver à une situation où le taux de chômage est constant (en raison des changements endogènes du taux de croissance de la productivité), mais dans laquelle la croissance est influencée par des paramètres de demande globale et où la croissance peut être *wage-led*.

Notons que la relégation des questions de demande au court terme, caractéristique des modèles néoclassiques, ne tient pas ici : dans les modèles PKK, la demande a des effets sur le taux de croissance aussi bien à court qu'à long terme (Dutt, 2006).

Les modèles PKK ont également été critiqués par certains post- keynésiens pour négliger, ou minimiser, le rôle joué par la monnaie et l'incertitude dans le processus de croissance. Pour les détracteurs des modèles PKK, modéliser l'économie à partir d'équations de comportement simples n'est pas judicieux car ces modèles présentent un état stationnaire. Mais les équations comportementales des modèles PKK s'appuient sur l'hypothèse d'incertitude radicale. Étant donné la présence d'une telle incertitude, les agents économiques suivent des règles heuristiques qui peuvent être considérées comme stables en l'absence de changement majeur dans l'environnement. L'équation de fixation des prix, fondée sur l'information certaine donnée par les coûts plutôt que sur l'information incertaine concernant la demande, est un exemple de telles règles heuristiques. Un autre exemple est l'équation d'investissement, par laquelle les entreprises prennent leurs décisions sur la base de la profitabilité courante, se fondant ainsi sur la convention selon laquelle la conjoncture actuelle a une influence sur la conjoncture future. De plus, les positions d'équilibre de long terme de ces modèles ne devraient pas être interprétées comme des états de repos qui se répètent indéfiniment, mais plutôt comme des constructions hypothétiques qui montrent comment le taux de croissance de l'économie serait déterminé si tous les paramètres du modèle étaient maintenus constants – alors qu'ils ne le seront jamais.

D'autres post-keynésiens critiquent l'absence des variables monétaires dans ces modèles. S'il est vrai que les variables monétaires n'apparaissent jamais de manière explicite dans les modèles basiques, elles sont présentes implicitement et permettent la distinction entre épargne et investissement.

Enfin, dans une optique néoclassique, les modèles PKK pourraient être critiqués pour ne proposer ni micro-fondations ni comportement d'optimisation. Il y a trois raisons à ce choix :

– Dans certains cas, les équations comportementales des modèles PKK pourraient être déduites de fondements en termes d'optimisation. C'est le cas par exemple de la tarification au *mark-up*, qui peut être considérée comme déduite de l'élasticité de la demande perçue par les oligopoles et des rapports de force

entre entreprises et travailleurs.

– L'idée selon laquelle les acteurs économiques optimisent, en particulier de manière intertemporelle sur un horizon de temps infini, est, au mieux, naïve dans un monde caractérisé par l'incertitude radicale.

– Le comportement agrégé n'est jamais celui de la somme des parties, et les post-keynésiens ne discutent que très rarement des fondements microéconomiques des comportements des agents, même s'ils s'efforcent parfois d'être plus explicites dans la formulation et la justification des hypothèses comportementales qu'ils font.

4. Quelques extensions du modèle

Les modèles présentés dans les sections précédentes font volontairement un nombre significatif d'hypothèses simplificatrices, qui peuvent être levées pour mieux appréhender le réel. Même si nous ne pouvons traiter ici ces questions de manière détaillée, nous évoquons quelques-uns des amendements majeurs apportés depuis les années 1980.

Robert Rowthorn (1982), Amitava Krishna Dutt (1990) et Marc Lavoie (1992) se sont penchés sur la problématique du changement technique. Leurs travaux ont montré que le progrès technique permettant d'économiser de la main-d'œuvre peut avoir une grande diversité d'effets. Ces effets transitent par le marché du travail, la concentration industrielle et la demande globale. Si le changement technique a un effet sur la productivité du travail (en provoquant une chute du paramètre a_0 à un taux déterminé de manière exogène), il sera alors sans conséquence sur la croissance économique, qui dépend de la demande globale, c'est-à-dire de l'épargne, de l'investissement et des paramètres de répartition. Un changement technique plus rapide ne fera que réduire le taux de croissance de l'emploi. Les effets sur la croissance et le partage de la valeur ajoutée dépendront donc des autres effets du changement technique. Comme le changement technique substitue du capital au travail et (pour un taux de croissance de l'offre de travail donné) peut accroître le chômage, il peut augmenter les marges bénéficiaires, détériorer la répartition et réduire la croissance dans un régime *wage-led* – ou l'accroître dans un régime *profit-led*. De plus, le changement technique, concentré dans les entreprises de grande taille avec davantage de ressources internes (Steindl, 1952), conduit à une plus grande concentration industrielle et donc à des marges bénéficiaires plus élevées, ce qui peut réduire la croissance. Mais, si le changement technique provoque une hausse des dépenses d'investissement, il contrecarre parfois les effets développés ci-dessus et accroît le taux de croissance de l'économie. Il est possible que le changement technique d'un certain type – les innovations majeures – stimule la croissance en augmentant la demande globale. D'autres types de changement technique peuvent, au contraire, la réduire.

Pour endogénéiser le taux de changement technique (le taux auquel a_0 baisse dans notre modèle), une approche courante consiste à rendre la productivité dépendante de l'apprentissage sur le tas (*learning by doing*), représenté dans une fonction d'investissement à la Kenneth Arrow (1962), où la productivité du travail dépend de l'investissement. Comme l'investissement dépend également du taux de changement technique, les modèles PKK génèrent une relation synergique entre le changement technique et l'accumulation du capital. D'autres manières d'endogénéiser le changement technique dans la littérature PKK consistent à le rendre dépendant de la part des salaires (You, 1994) et du degré de concentration industrielle (Lima, 2000). Dans les modèles néoclassiques de croissance de plein-emploi, le changement technique endogène est nécessaire pour endogénéiser le taux de croissance à long terme (cf. par exemple Romer, 1986). *A contrario*, il n'est pas nécessaire que le changement technique soit endogène dans les modèles PKK pour que la croissance de long terme le soit.

Les questions financières ont été incorporées dans les modèles PKK en supposant un taux d'intérêt constant, comme dans la vision horizontaliste simple de l'offre de monnaie – les banques commerciales accordent des crédits à tous les agents solvables[5]. Ces modèles introduisent différents actifs et différents types de dette, y compris la dette privée, qui résulte de l'endettement des entreprises et des ménages, et la dette publique. La dette privée peut avoir des effets expansionnistes à court terme, mais peut aussi provoquer une chute de la demande à plus long terme en raison de l'influence négative que les remboursements de dette peuvent avoir sur la consommation et l'investissement. La dette privée n'est pas neutre (Keen, 2014) : elle redistribue des revenus des emprunteurs vers les prêteurs et réduit donc la

consommation au plan macroéconomique, en raison de la propension marginale à consommer plus forte des ménages débiteurs. La dette publique, au contraire, n'a pas d'effet récessif à long terme, car elle engendre des paiements d'intérêts aux ménages et peut même améliorer la répartition de la valeur ajoutée en stimulant la croissance et l'emploi (You et Dutt, 1996), même si des niveaux plus élevés de dette publique peuvent accroître les taux d'intérêt de long terme et réduire l'investissement privé et donc l'accumulation. Des éléments d'anticipations ont également été introduits dans ces modèles, modélisant l'interaction entre les variables d'anticipation et les variables financières (Taylor, 2004). Wynne Godley et Marc Lavoie (2007) ont souligné la nécessité d'y introduire une cohérence entre les stocks et les flux, mais les modèles deviennent rapidement insolubles analytiquement quand plus de deux actifs y sont inclus.

De nombreux modèles néoclassiques font dépendre l'inflation de long terme du taux de croissance de l'offre de monnaie, supposée exogène. Pour les post-keynésiens, la monnaie est endogène, à court comme à long terme, et l'inflation n'a donc rien à voir avec la croissance de la masse monétaire. Elle est plutôt le résultat du conflit distributif entre les capitalistes et les travailleurs. Une approche simple de ce problème suppose que les travailleurs et les capitalistes ont des objectifs concernant leur part de la valeur ajoutée et que ces objectifs sont incompatibles car leur somme est supérieure à 100 %. L'inflation résulte alors du fait que chaque groupe cherche à atteindre ses objectifs (cf. Dutt, 1990 ; Lavoie, 2014). Une politique monétaire restrictive se traduisant par une hausse des taux d'intérêt peut alors conduire l'économie dans une situation de stagflation. En effet, les entreprises peuvent accroître leur *mark-up* désiré pour verser des dividendes plus élevés aux actionnaires et ainsi contribuer à l'inflation tout en déformant le partage de la valeur ajoutée en faveur des capitalistes, ce qui va réduire la consommation et l'investissement, et donc se faire au détriment de l'économie réelle.

Les modèles PKK ont également été amendés pour inclure plusieurs secteurs et par là même l'existence de différents biens. Certains modèles comprennent des biens de première nécessité, qui sont demandés par les groupes sociaux à bas revenus, et des biens de luxe, détenus par les groupes à hauts revenus. Ces modèles analysent comment la répartition de la valeur ajoutée influence la composition de la production par secteur et détermine ainsi la croissance de l'économie dans son ensemble, relativement aux fonctions d'investissement dans le secteur des biens de base et dans celui des biens de luxe. D'autres modèles comportent un secteur à prix fixe qui produit des biens manufacturés et un secteur à prix variable qui produit des biens primaires. Ces modèles sont particulièrement pertinents pour les économies en développement comportant un secteur primaire de grande taille. Ainsi, des contraintes d'offre dans ce secteur peuvent limiter la croissance du secteur industriel dans son ensemble (Taylor, 1983). D'autres modèles analysent la nature des flux de capitaux entre les secteurs et se demandent si la concurrence pour attirer les capitaux peut mener à une égalisation des taux de profit intersecteurs tout en permettant au pouvoir de monopole des entreprises de déterminer la répartition de la valeur ajoutée et la croissance (Dutt, 1990).

Nous ne pouvions finir ce chapitre sans évoquer un dernier amendement majeur apporté à ces modèles, entre autres par Robert Blecker (2002). Ce dernier a en effet mis au point une version des modèles PKK en économie ouverte. Les modèles PKK passent alors de trois équations essentielles à six, les trois nouvelles étant assez similaires à celles que l'on peut trouver dans le modèle IS-LM[6] en économie ouverte. La balance des transactions courantes vient alors compliquer le résultat final d'une politique économique et le régime dans lequel se trouve l'économie. En économie ouverte, une hausse du TUC va se traduire par une hausse des importations et une dégradation de la balance commerciale. On peut montrer qu'*in fine* les effets d'une hausse de la part des salaires sur le taux d'accumulation, le taux de croissance et le taux de profit dépendront de la cause de cette hausse. Si celle-ci est due à une

appréciation en termes réels, l'effet final sera récessif, alors que, si elle est due à une baisse du *mark-up*, l'effet final sur la demande et la croissance sera bénéfique.

La question de savoir si l'économie est de type *wage-led* ou *profit-led* devient alors une question empirique. Özlem Onaran et Giorgos Galanis ont mené une enquête empirique extensive (2012) qui montre clairement que le monde, vu comme économie fermée, correspond à une économie *wage-led*, ce qui est aussi le cas de nombreux pays industrialisés, à quelques exceptions près comme le Canada ou l'Australie. Les conclusions de cette enquête sont renforcées par les travaux de Thomas Obst, Özlem Onaran et Maria Nikolaidi (2017). L'une des conséquences majeures de leur enquête est qu'une hausse de la part des salaires de 1 % à l'échelle mondiale serait clairement expansionniste, sauf en Chine et en Afrique du Sud.

Conclusion

Contrairement aux néoclassiques, les post-keynésiens pensent donc que la question du partage de la valeur ajoutée est centrale. Les changements des parts respectives des salaires et des profits exercent une influence importante sur l'activité économique. Les modèles post- keynésiens kaleckiens permettent de penser cette influence dans un cadre simple, alternatif aux modèles néoclassiques. Les modèles PKK peuvent facilement être enrichis pour se rapprocher du réel et comprendre de nouveaux phénomènes comme les effets de la financiarisation des économies ou ceux d'une flexibilité accrue de l'emploi sur l'activité (Charles, Dutt et Lang, 2015).

Les différents développements de ces modèles ont amené les post-keynésiens à conclure que la question de savoir si la baisse de la part des salaires observée depuis les années 1970 est une bonne ou une mauvaise chose est essentiellement empirique. Globalement, les résultats tendraient à prouver que la plupart des économies développées sont *wage-led*, donc qu'il est urgent d'augmenter les salaires et ainsi de faire baisser la part des profits. Il en va de même au niveau mondial : le monde dans son ensemble étant *wage-led*, les pays auraient intérêt à s'entendre pour faire augmenter la part des salaires de manière coordonnée.

Références bibliographiques

Arrow, K. J. (1962), « The Economic Implications of Learning by Doing », *Review of Economic Studies*, vol. 29, nº 3, p. 155-173.

Auerbach, P., et Skott, P. (1988), « Concentration, Competition and Distribution : A Critique of Theories of Monopoly Capital », *International Review of Applied Economics*, vol. 2, nº 1, p. 42-61.

Bhaduri, A., et Marglin, S. A. (1990), « Unemployment and the Real Wage : The Economic Basis of Contesting Political Ideologies », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 14, nº 4, p. 375-393.

Blecker, R. (2002), « Distribution, Demand and Growth in Neo-Kaleckian Macro-Models », dans M. Setterfield (dir.), *The Economics of Demand-led Growth : Challenging the Supply-Side Vision of the Long Run*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 129-152.

Charles, S. (2008), « Corporate Debt, Variable Retention Rate and the Appearance of Financial Fragility », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 32, nº 5, p. 781-795.

Charles, S., Dutt, A. K., et Lang, D. (2015), « Employment Flexibility, Dual Labour Markets, Growth and Distribution », *Metroeconomica*, vol. 66, nº 4, p. 771-807.

Dutt, A. K. (1984), « Stagnation, Income Distribution and Monopoly Power », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 8, nº 1, p. 25-40.

Dutt, A. K. (1990), *Growth, Distribution and Uneven Development*, Cambridge, Cambridge University Press.

Dutt, A. K. (1997), « Equilibrium, Path Dependence and Hysteresis in Post-Keynesian Models », dans P. Arestis et M. Sawyer (dir.), *Essays in Honour of G. C. Harcourt*, t. 2, *Markets, Unemployment and Economic Policy*, Londres, Routledge, p. 238-253.

Dutt, A. K. (2006), « Aggregate Demand, Aggregate Supply and Economic Growth », *International Review of Applied Economics*, vol. 20, nº 3, p. 319-336.

Dutt, A. K. (2010), « Keynesian Growth Theory in the 21st Century », dans P. Arestis et M. Sawyer (dir.), *21st Century Keynesian Economics*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, p. 39-80.

Dutt, A. K. (2011), « Growth and Income Distribution : A Post-Keynesian Perspective », dans E. Hein et E. Stockhammer (dir.), *A Modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 61-87.

Dutt, A. K., et Amadeo, E. J. (1990), *Keynes's Third Alternative ? The Neo-Ricardian Keynesians and the Post Keynesians*, Aldershot, Edward Elgar.

Godley, W., et Lavoie, M. (2007), *Monetary Economics : An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, Londres, Palgrave Macmillan.

Harrod, R. F. (1939), « An Essay in Dynamic Theory », *Economic Journal*, vol. 49, nº 195, p. 14-33.

Kahn, R. F. (1959), « Exercises in the Analysis of Growth », *Oxford Economic Papers*, vol. 11, nº 2, p. 143-156.

Kaldor, N. (1955), « Alternative Theories of Distribution », *Review of Economic Studies*, vol. 23, nº 2, p 83-100.

Kalecki, M. (1971), *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy, 1933-1970*,

Cambridge, Cambridge University Press.

Keen, S. (2014), *L'Imposture économique*, trad. fr. dirigée par G. Giraud, Paris, L'Atelier.

Keynes, J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, trad. fr. J. de Largentaye, Paris, Payot, 1995 et Payot & Rivages pour l'édition corrigée, 2017.

Lavoie, M. (1992), *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*, Aldershot, Edward Elgar.

Lavoie, M. (2014), *Post-Keynesian Economics : New Foundations*, Cheltenham, Edward Elgar.

Lima, G. T. (2000), « Market Concentration and Technological Innovation in a Dynamic Model of Growth and Distribution », *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. 215, p. 447-475.

Obst, T., Onaran, Ö., et Nikolaidi, M. (2017), « The Effect of Income Distribution and Fiscal Policy on Growth, Investment, and Budget Balance : The Case of Europe », GALA.Gre.ac.uk.

Onaran, Ö., et Galanis, G. (2012), « Is Aggregate Demand Wage-Led or Profit-Led ? National and Global Effects », ILO.org.

Piketty, T. (2013), *Le Capital au XXIe siècle*, Paris, Seuil.

Robinson, J. (1962), *Essays in the Theory of Economic Growth*, Londres, Macmillan.

Romer, P. (1986), « Increasing Returns and Long-Run Growth », *Journal of Political Economy*, vol. 94, n° 5, p. 1102-1137.

Rowthorn, R. (1982), « Demand, Real Wages and Economic Growth », *Studi Economici*, vol. 18, n° 1, p. 3-54.

Steindl, J. (1952), *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Oxford, Blackwell.

Taylor, L. (1983), *Structuralist Macroeconomics*, New York (N. Y.), Basic Books.

Taylor, L. (2004), *Reconstructing Macroeconomics : Structuralist Proposals and Critiques of the Mainstream*, Cambridge (Mass.), Harvard University Press.

You, J. (1994), « Endogenous Technical Change, Accumulation, and Distribution », dans A. K. Dutt (dir.), *New Directions in Analytical Political Economy*, Aldershot, Edward Elgar.

You, J., et Dutt, A. K. (1996), « Government Debt, Income Distribution and Growth », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 20, n° 3, p. 335-351.

---

1. Ce chapitre s'inspire librement de Dutt (2011).

2. Voir chapitre 3.

3. Ce résultat ne tient pas si les salariés épargnent.

4. Quand les deux mécanismes agissent simultanément, l'ajustement sera stable si les prix s'ajustent plus vite que l'investissement, et l'économie convergera vers une position où le TUC courant sera égal au niveau désiré. Néanmoins, comme le système est dynamique à racine nulle, il y aura un continuum d'équilibres. Dans ce modèle, il y a « dépendance au sentier », dans la mesure où le point de départ déterminera la position de long terme.

5. Voir chapitre 9.

6. Le modèle IS-LM a été développé par John Hicks en 1937 à partir de sa lecture de la *Théorie générale* de Keynes. Ce modèle, désigné comme étant le fruit d'« une synthèse » avec les néoclassiques, est rejeté par les post-keynésiens. « IS » correspond à l'équilibre des biens et services à travers deux équations : investissement et épargne. « LM » correspond à l'équilibre du marché de la monnaie avec une offre de monnaie exogène et une demande de monnaie endogène (motif de transaction, de précaution et de spéculation). L'équilibre économique du PIB et du taux d'intérêt (Y^*, r^*) se trouve à l'intersection de *IS* et de *LM*. Les keynésiens de la

synthèse donnent une très grande importance au taux d'intérêt et croient à l'efficacité de la politique monétaire.

CHAPITRE 12

Les déterminants du niveau de l’emploi

Marc Lavoie et Dany Lang

Le livre le plus connu de John Maynard Keynes s'intitule *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*. Ce n'est pas un hasard si le mot « emploi » apparaît en premier dans ce titre. Le chômage était le problème majeur à l'époque où Keynes a rédigé son livre, dans les années 1930. Et l'on peut dire qu'il en va de même aujourd'hui, avec la question écologique.

Pourtant, les solutions au problème du chômage divergent encore d'une école de pensée à l'autre. Ce qui caractérise la pensée post-keynésienne, de manière générale comme en matière d'emploi, c'est l'importance qui est accordée à la demande, par opposition aux théories néoclassiques qui accordent presque toute leur attention à l'offre. Cela signifie que, pour comprendre ce qui détermine le niveau d'emploi sur le marché du travail, il faut examiner essentiellement ce qui se passe du côté de la demande de biens et services, et c'est ce que nous allons faire dans ce qui suit, en examinant un modèle simplifié du marché de l'emploi tiré par la demande (sections 3 et 4).

Ce modèle nous permettra de comprendre pourquoi les post- keynésiens pensent que le chômage est, en général, causé par une demande globale insuffisante et non par des salaires trop élevés. Nous verrons que la hausse du salaire réel mène à une hausse de la demande globale et donc à une hausse de la demande de travail, comme l'affirmait déjà Michał Kalecki (1939), et que l'augmentation du salaire réel en proportion de la hausse de la productivité du travail est insuffisante pour préserver le plein-emploi (section 5). Nous constaterons enfin que les « rigidités » du marché du travail, contrairement à ce qui est affirmé dans les modèles néoclassiques, contribuent à assurer la présence d'un équilibre souhaitable lorsqu'une multiplicité d'équilibres est possible (section 6). Pour commencer, nous allons d'abord poser les termes du débat relatif à la définition même du chômage (section 1) et comparer deux variantes du modèle post-keynésien de l'emploi (section 2).

1. Les analyses du chômage, les termes du débat

Dans les modèles néoclassiques les plus sophistiqués[1], qui se sont montrés totalement impuissants à rendre compte de la crise de 2007-2008, l'offre de travail détermine les fluctuations de l'activité économique. Pour les défenseurs de ces modèles totalement irréalistes, la hausse des taux de chômage qui a été observée à la suite de cette crise financière mondiale est attribuée à une hausse de la préférence des gens pour les loisirs et le *farniente*, ou encore à une baisse inexpliquée de la productivité par travailleur, laquelle entraîne une baisse du salaire réel, ce qui incite les travailleurs à se retirer du marché du travail ou à travailler durant un moins grand nombre d'heures. Aussi, selon cette approche, le chômage est volontaire : la baisse du niveau d'emploi est le résultat du choix réfléchi du travailleur ; il ne peut y avoir de chômage involontaire. Ainsi, la hausse du chômage depuis la crise s'expliquerait par une hausse de l'oisiveté.

Dans les modèles néoclassiques plus anciens, ceux que l'on retrouve dans les manuels de licence à l'université, ce sont encore les considérations situées du côté de l'offre de travail qui prédominent. Certains spécialistes de ces modèles diront que le chômage observé est illusoire, car volontaire, les travailleurs refusant d'accepter un emploi à bas salaire. Dans ces conditions, le taux de chômage est aggravé par l'importance des revenus de substitution, comme les allocations chômage ou les aides sociales. La solution au problème du chômage est alors de supprimer ou à tout le moins de diminuer toutes ces aides de l'État, afin de forcer les travailleurs à accepter les emplois que leur offrent les employeurs. Comme le dit sur un ton sarcastique Laurent Cordonnier, « pas de pitié pour les gueux » (2000). Pour d'autres auteurs néoclassiques, le chômage résulte de la présence de « rigidités » sur le marché du travail, comme par exemple l'imposition par l'État d'un salaire minimum, l'existence de syndicats et de comités d'entreprise, ou même la difficulté des employeurs à superviser et à licencier les travailleurs trop indolents. Ces rigidités se traduisent alors, pour les auteurs néoclassiques, par l'apparition d'un salaire qui serait trop élevé par rapport au salaire qui assure l'égalité entre l'offre et la demande de travail, causant ainsi l'apparition du chômage.

Pour les économistes post-keynésiens, ces facteurs sont tout à fait secondaires, voire inopérants. Le principal déterminant de l'emploi est la demande globale qui s'exerce sur le marché des biens et par suite sur le marché de l'emploi. Le taux d'emploi dépend alors fortement de la demande globale, autant à court terme qu'à long terme. Les fortes augmentations du taux de chômage qu'ont connues l'Europe et les États-Unis pendant la crise financière mondiale sont dues aux fluctuations à la baisse de l'activité économique et non à une augmentation des rigidités du marché du travail ou à une augmentation massive de la préférence pour le loisir.

La notion de « chômage naturel » constitue l'un des piliers de la théorie néoclassique et des politiques économiques. Cette notion a été introduite notamment par l'économiste monétariste bien connu Milton Friedman. Selon ce dernier, le taux de chômage naturel est le seul taux de chômage compatible avec un taux d'inflation stable. Les taux de chômage réalisés ne sauraient donc descendre plus bas que ce taux naturel, à défaut de quoi l'inflation des salaires et des prix se mettrait à accélérer. De ce fait, le taux de chômage naturel est perçu par ces économistes comme un *attracteur*, c'est-à-dire une variable qui attire à elle les taux de chômage observés. Les politiques conjoncturelles auront alors pour objet de stabiliser le taux d'inflation et donc de revenir au taux de chômage naturel. Pour abaisser le taux de chômage d'une économie, il suffit alors de modifier les déterminants du taux de chômage naturel qui sont uniquement, selon Friedman, des facteurs d'offre. Pour faire baisser le chômage, il faut déréglementer le marché du travail en le débarrassant de toutes ses « rigidités ».

Au contraire, pour les économistes post-keynésiens, le taux de chômage naturel n'existe pas. Le taux de chômage d'équilibre, celui qui permet de stabiliser l'inflation, est alors fortement influencé par les taux de chômage réalisés, qui sont eux-mêmes déterminés par l'activité économique et donc par la demande globale. Ainsi, le taux de chômage d'équilibre n'est pas un *attracteur* du taux de chômage réalisé. C'est, à l'inverse, le taux de chômage réalisé, déterminé par la demande globale, qui tend à attirer à lui le taux de chômage d'équilibre (Lang, 2009 ; Stockhammer, 2011 ; Storm et Naastepad, 2012). Alors, des politiques systématisées d'austérité monétaire ou budgétaire, ou encore de graves crises financières, qui font plonger l'activité économique, vont avoir tendance à faire grimper les taux de chômage qui seront, par la suite, compatibles avec un taux d'inflation stable. Il n'existe donc pas un taux de chômage naturel unique mais bien une multiplicité de taux d'équilibre possibles. On parle alors de phénomènes d'hystérésis (Lang, 2009). Depuis la crise de 2007-2008, le concept d'hystérésis est revenu en vogue, et quelques économistes du courant dominant acceptent maintenant le point de vue post-keynésien à cet égard.

2. Une vision marshallienne ou kaleckienne ?

Pour les post-keynésiens, le niveau de l'emploi ne se détermine pas sur le marché du travail. Il résulte de l'équilibre qui se fixe sur le marché des biens et qui est, en général, un équilibre caractérisé par une sous- utilisation des facteurs de production.

Certains post-keynésiens utilisent des fonctions de production néoclassiques (Davidson, 1983), postulant des rendements décroissants et des coûts unitaires croissants, comme l'avait fait Keynes dans la *Théorie générale*. Mais le but d'une telle hypothèse, qui donne lieu à ce qu'on pourrait appeler le modèle post-keynésien marshallien de l'emploi (Lavoie, 1986), est de faciliter la conversation avec les économistes néoclassiques ; elle n'est aucunement descriptive ou réaliste. De fait, Keynes (1939) lui-même l'avait reconnu et avait admis que sa démonstration eût été plus simple si, comme Kalecki, il avait adopté l'hypothèse de coûts marginaux constants – du moins tant que le taux d'utilisation des capacités de production reste en deçà de la pleine capacité.

Depuis lors, des dizaines d'études empiriques ont montré que le coût marginal est bien constant, du moins aux taux d'utilisation de la capacité auxquels opèrent la grande majorité des entreprises, donc que les coûts unitaires sont généralement décroissants. Alan Blinder et ses collègues (1998) montrent que 90 % des entreprises américaines se trouvent dans cette situation. Dans le monde moderne qui est le nôtre, celui des entreprises productrices de biens et services, les prix sont fixés par les producteurs et les rendements sont constants ou croissants. C'est ce qui a donné naissance à ce qu'on appelle la branche kaleckienne de l'économie post-keynésienne. On ne parle plus de fonction de production, mais de fonction d'utilisation (Robinson, 1964, p. 25 ; Nell, 1988, p. 106).

Comme Kalecki (1971, p. 44), les kaleckiens distinguent généralement le travail direct et le travail indirect, ou, si l'on préfère, les cols bleus et les cols blancs, ou encore les employés et les cadres. La quantité de travail direct est directement proportionnelle à la production, tandis que le travail indirect est, lui, proportionnel à la capacité productive (Harris, 1974). Cette distinction permet de récupérer immédiatement une loi empirique bien connue, la loi d'Okun, selon laquelle dans le court terme une augmentation de l'activité économique s'accompagne d'une augmentation moins forte de l'emploi. Elle présente aussi l'avantage de facilement tenir compte des conséquences macroéconomiques d'un changement dans la répartition des revenus au profit des cadres et au détriment des employés (Lavoie, 2009), tel qu'il a pu être observé. Cependant, dans ce qui suit, nous allons omettre le travail indirect. Cela va nous permettre de simplifier l'analyse, tout en conservant néanmoins le message principal du modèle d'emploi kaleckien.

3. Le modèle kaleckien de détermination de l'emploi

La comptabilité nationale nous rappelle que la dépense globale est constituée de quatre composantes : la consommation, l'investissement, les dépenses publiques et les exportations nettes. Pour que notre représentation du marché du travail soit la plus simple possible, nous dirons que la demande globale est constituée de seulement deux composantes, l'une induite et l'autre autonome, c'est-à-dire qui ne dépend pas du revenu courant. La composante induite est la consommation sur les salaires. Nous supposerons que cette consommation induite est tout simplement égale à la somme des salaires reçus. Autrement dit, nous admettrons que le revenu disponible des salariés – après impôts et après ajout des transferts sociaux – est équivalent aux salaires reçus et que ceux-ci sont entièrement dépensés. Cela signifie que la propension à consommer sur le revenu disponible des salariés est égale à l'unité. La composante autonome regroupe toutes les autres dépenses mentionnées ci-dessus, y compris la consommation sur les profits, que l'on présumera dépendre des profits perçus lors d'une période antérieure, comme le pensait Kalecki (1971). Sous ces conditions, on peut écrire que la demande globale *DG* est donnée par :

$$DG = wL + ap \qquad (1)$$

où w est le salaire nominal, L le niveau d'emploi et a la dépense autonome en termes réels (et donc ap est la dépense autonome nominale, avec p l'indice de prix).

Les profits réalisés au niveau global peuvent être immédiatement déduits de l'équation 1 puisqu'ils sont égaux à la différence entre la valeur des ventes ($wL + ap$) et les coûts en salaires (wL), c'est-à-dire ap. Autrement dit, les profits réalisés sont tout simplement égaux à la valeur de la dépense autonome. C'est une relation macroéconomique déjà établie en 1933 par Kalecki (1971, chap. 7). En termes réels, le profit réel réalisé Π est égal à la dépense autonome réelle :

$$\Pi = a \qquad (2)$$

Puisque la dépense autonome regroupe notamment l'investissement des entreprises et la consommation sur les profits antérieurs, cela permet aux post-keynésiens de prétendre que « les capitalistes gagnent ce qu'ils dépensent, les travailleurs dépensent ce qu'ils gagnent » (Kaldor, 1956, p. 105). Par ailleurs, dans ce cadre simplifié, les variations du salaire réel n'ont aucune influence sur le profit réalisé par les entreprises. Seule compte l'ampleur de la dépense autonome.

Qu'en est-il de l'offre globale ? Comme nous l'avons précédemment mentionné, elle dépend de la fonction d'utilisation kaleckienne, et ainsi le produit intérieur brut est une fonction directe et proportionnelle du travail. Il est alors possible d'exprimer l'offre globale sous la forme :

$$OG = pq = pLT \qquad (3)$$

où q est le produit intérieur brut réel et T le produit par travailleur, autrement dit la productivité par travailleur, que l'on suppose être une constante à court terme. La contrainte de la demande effective peut donc s'exprimer en égalisant la demande globale et l'offre globale, tirées des équations 1 et 3 :

$$wL + ap = pLT$$

En résolvant cette équation pour le salaire réel, on obtient :

$$(w/p)_{eff} = T - a/L \qquad (4)$$

L'équation 4 est celle de la courbe de demande *effective* de travail (la somme des offres d'emploi

pour un salaire donné). Elle représente les combinaisons des salaires réels et des niveaux d'emploi telles que le marché des biens est à l'équilibre, ce qui signifie que les ventes égalent la production.

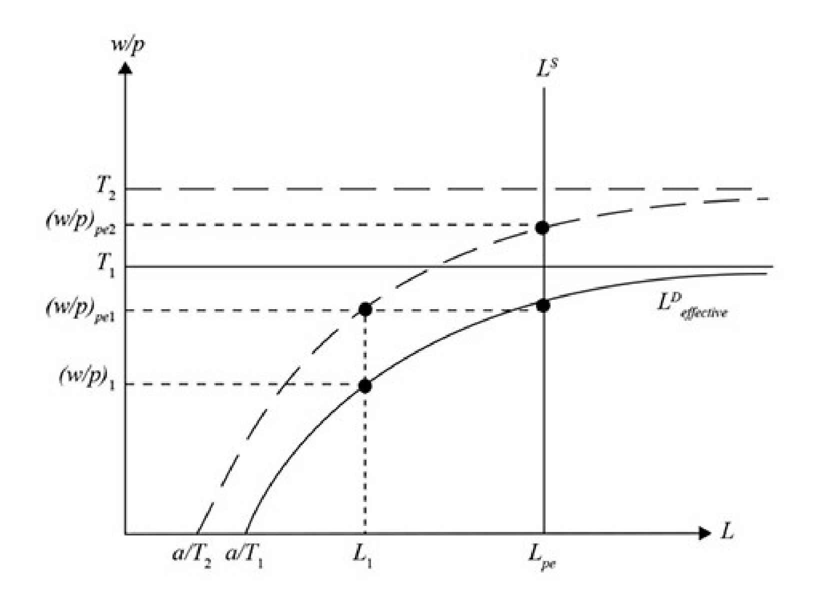
4. La courbe de demande effective de travail

La courbe de demande effective de travail est illustrée par la figure 12.1. Contrairement à la courbe de demande de travail du modèle néoclassique qui est à pente négative, cette courbe de demande de travail issue du modèle kaleckien est donc à pente positive, et devient asymptotique à la productivité par travailleur *T.* Tant que les entreprises opèrent en deçà de leur pleine capacité, la courbe de demande effective de travail n'a pas de segment descendant, elle est seulement à pente ascendante. Il en est ainsi car la hausse du salaire réel des travailleurs mène à une augmentation de leur consommation réelle, et aussi à une hausse de la production et de l'emploi, du moins tant que les autres composantes de la demande globale ne changent pas, ce qui est supposé ici. Dans des modèles plus sophistiqués, axés sur le moyen et le long terme, on tenterait aussi d'estimer les effets sur les autres composantes, notamment sur la dépense en investissement et sur les exportations nettes.

Qu'en est-il de la courbe de demande de travail néoclassique à pente descendante, qui laisse entendre au contraire que la relation entre salaire réel et demande de travail est forcément négative ? Cette demande de travail est dérivée de la double hypothèse des rendements décroissants et de la maximisation des profits. Nous l'appelons la courbe de demande *notionnelle* du travail, car elle ne tient pas compte de la question de la vente de ce qui est produit. Avec un coût marginal croissant, plus le prix est faible par rapport à un salaire nominal donné, plus faible sera le niveau de production correspondant à la maximisation du profit, et donc plus faible sera la demande de travail des entreprises. Dans le modèle néoclassique, même si une entreprise sait qu'elle pourrait vendre davantage à un prix donné, elle ne voudra pas produire davantage que ce niveau optimal car ce faisant elle réduirait son profit total. Dans le modèle post-keynésien marshallien, la demande effective et la demande notionnelle déterminent conjointement le niveau d'emploi et le salaire réel. En revanche, la courbe de demande notionnelle disparaît dans le modèle kaleckien avec sa fonction d'utilisation.

En effet, pour autant qu'on accepte les faits empiriques qui démontrent que les entreprises font face à des coûts marginaux constants ou décroissants, donc avec des coûts unitaires décroissants, pour un prix et un salaire nominal donnés, les entreprises font toujours plus de profits si elles parviennent à produire et à vendre davantage. Plus les entreprises produisent et vendent, plus le profit par unité sera élevé – en raison des coûts fixes en capital et en travail –, et plus les profits réalisés par chaque firme seront élevés. La contrainte de maximisation du profit ne joue plus. La contrainte cruciale est celle relative aux ventes. C'est la contrainte de la demande effective. Ainsi, si le salaire réel des travailleurs augmente, l'entreprise voudra continuer à produire autant qu'elle peut vendre à un prix donné, car elle augmentera ainsi ses profits. La vraie contrainte est du côté de la demande globale. Dans les modèles post- keynésiens, ce qui se passe sur le marché du travail est en fait déterminé par ce qui advient sur le marché des biens. En général, la hausse du salaire réel n'entraînera pas une réduction de la production et de l'emploi, du moins tant qu'il est profitable pour l'entreprise de produire, c'est-à-dire tant que le salaire réel reste inférieur à la productivité par travailleur.

Figure 12.1. La courbe de demande effective de travail



w/p
L^S
T_2
(w/p)_pe2
T_1
(w/p)_pe1
L^D_effective
(w/p)_1
L
a/T_2
a/T_1
L_1
L_pe

5. Les conséquences du modèle kaleckien

5.1. L

Les conséquences de ce modèle kaleckien sont claires. Pour un niveau donné de dépenses autonomes réelles a et pour un niveau donné de productivité par travailleur T, des salaires réels plus élevés vont mener à un niveau d'emploi plus élevé. Un salaire réel plus élevé implique un déplacement vers le haut *le long* de la courbe de demande effective de travail. Par exemple, comme indiqué à la figure 12.1 dans le cas de la courbe de demande effective de travail tracée en trait continu, si le salaire réel augmente de $(w / p)_1$ à $(w / p)_{pe1}$, l'emploi augmentera de L_1 à L_{pe}. Ce sera le cas quand les entreprises opèrent en dessous de leur pleine capacité et tant que le salaire réel n'excède pas la productivité par travailleur. Ces conclusions vont donc complètement à l'encontre de celles du modèle néoclassique. La théorie post-keynésienne montre qu'il existe *une alternative aux politiques de restriction des salaires*, en s'appuyant sur le fait que les salaires ne sont pas qu'un coût pour les entreprises, mais constituent aussi et avant tout une source de revenus et permettent une relance par la consommation.

Une objection fréquente à la relation positive entre le salaire réel et l'emploi est que les entreprises pourraient décider de restreindre leurs dépenses d'investissement si leurs marges de profit étaient réduites par des salaires plus élevés, ce qui se traduirait par une baisse de la demande autonome. C'est certes une possibilité. Cependant, les travaux empiriques démontrent que, dans tous les pays (ou presque) du G20 ou de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), il existe une relation positive entre la part des salaires et la demande globale intérieure – c'est-à-dire les dépenses de consommation et d'investissement (Onaran et Galanis, 2012 ; Hartwig, 2014 ; Onaran et Obst, 2016). Il ne faut pas oublier non plus que la hausse des ventes due à la hausse des salaires est susceptible d'encourager les entreprises à tenter d'augmenter leurs capacités productives afin de pouvoir répondre à la demande future et ainsi à accroître leurs investissements. *In fine*, même s'il est possible que la hausse des salaires mène à une hausse des prix et donc à une perte de compétitivité par rapport à la concurrence étrangère, engendrant alors une baisse des exportations nettes, il faut bien comprendre que cet effet négatif sur la demande globale dans un pays donné est neutralisé si tous les pays poursuivent simultanément une politique de hausses salariales. En effet, par définition, tous les pays ne peuvent pas simultanément améliorer leur balance commerciale, les exportations des uns constituant les importations des autres, ce qui semble souvent incompris par les technocrates de la Commission européenne.

On peut également noter que la demande effective de travail reproduit certains résultats bien connus des modèles keynésiens. Un accroissement de la composante autonome de la demande, le terme noté a dans nos équations, a un impact positif sur l'emploi. Cela se vérifie en inversant l'équation 4 et en la réécrivant :

$$L^{D}{}_{effective} = a / [T - (w/p)] \qquad (5)$$

De fait, la valeur du multiplicateur d'emploi dépend de la différence entre la productivité par travailleur et le salaire réel. Plus cet écart est faible, plus élevée sera la valeur du multiplicateur, et donc plus élevé sera le niveau de l'emploi pour une dépense autonome donnée. Autrement dit, le multiplicateur dépend de la répartition entre salaires et profits. Bien entendu, plus les dépenses autonomes sont importantes, plus le niveau d'emploi sera élevé.

5.2. L

On peut aussi noter qu'un accroissement de la productivité par travailleur, à salaire réel inchangé, mène à une réduction de l'emploi. Dans le cas illustré à la figure 12.1, la hausse de la productivité de T_1 à T_2 implique un déplacement vers le haut de toute la courbe de demande effective de travail, qui devient la courbe en pointillés, si bien que l'emploi baisse de L_{pe} à L_1. La réduction de la demande globale est aussi une cause additionnelle de ce phénomène. Cette réduction résulte d'un changement dans la répartition du revenu. En effet, la hausse de la productivité, à salaire réel inchangé, a pour conséquence la diminution de la part des salaires ; or la propension à consommer sur les salaires est plus forte que la propension à consommer sur les profits. Ce changement entraîne donc une baisse de la demande globale. Le chômage technologique, qui était inconcevable dans le cadre néoclassique, est tout à fait envisageable dans le cadre post-keynésien.

Ainsi, toutes choses égales par ailleurs, un accroissement de la productivité doit s'accompagner d'une augmentation du salaire réel si l'on veut empêcher que l'emploi diminue. Dans le cas illustré à la figure 12.1, il faudrait que le salaire passe de $(w / p)_{pe1}$ à $(w / p)_{pe2}$. L'examen du dénominateur de l'équation 5 nous permet de constater que pour maintenir l'emploi à un niveau constant, pour une demande autonome a constante, il faut que l'écart entre la productivité par travailleur et le salaire réel reste lui-même constant. Cela ne sera pas le cas en général car, si la productivité augmente de 10 % et que le salaire réel augmente aussi de 10 %, l'écart entre ces deux variables se creusera. Il est facile de le constater grâce à un exemple numérique simple. Avec une productivité à 200 et un salaire réel à 140, la part des salaires étant de 70 %, une augmentation des deux variables de 10 % conduira à une productivité à 220 et à un salaire réel de 154, et donc, même si la part des salaires reste à 70 % (ce qui signifie que les marges de profit restent inchangées), l'écart entre les deux variables ne sera plus de 60 mais de 66, ce qui fera diminuer le dénominateur de la fonction de demande effective de travail donnée par l'équation 5, et donc le niveau d'emploi.

Pour empêcher la chute de l'emploi et éviter le chômage technologique, il faut que la dépense autonome, notée a et apparaissant au numérateur de l'équation (5), augmente elle aussi de 10 % (Nell, 1988, p. 124). Cela n'est généralement pas souligné par les économistes néoclassiques du travail, qui attachent peu d'importance à la demande globale. Mais ce résultat, tiré du modèle kaleckien de l'emploi, est tout à fait intuitif. Si le travailleur moyen peut produire 10 % de plus de biens, il faut qu'il se vende au moins 10 % de plus de biens, à défaut de quoi moins d'employés vont suffire à la production. Ainsi, même dans une économie où la population serait constante, un taux de chômage constant nécessite une hausse de la production si la productivité par travailleur est en hausse.

Aussi, une augmentation proportionnelle de la productivité par travailleur et des salaires réels qui maintiendrait la part des profits à un niveau constant serait insuffisante pour préserver l'emploi. Il faut également une augmentation des dépenses autonomes réelles. C'est un fait très largement documenté que la part des profits s'est au contraire accrue durant la période qui a mené à la crise financière de 2007-2008. L'emploi a malgré tout été préservé et a même augmenté durant cette période en partie en raison de la réduction du temps de travail (notamment les nombreux emplois à temps partiel), mais aussi parce que l'effet déflationniste inhérent à la baisse des salaires a été compensé par la hausse des dépenses autonomes associées à l'endettement toujours plus important des ménages, lequel a été favorisé par un accès au crédit plus souple et parfois même inconsidéré.

6. L'offre de travail et la possibilité d'équilibres multiples

6.1. L

Contrairement aux économistes néoclassiques pour qui l'offre de travail joue un rôle crucial, les post-keynésiens prêtent peu d'attention aux déterminants de l'offre de travail. Comme l'a affirmé, il y a déjà longtemps, la présidente de la banque centrale américaine entre 2014 et 2018, Janet Yellen, « une chose qui est notablement absente du modèle post-keynésien est une fonction d'offre de travail » (1980, p. 18 ; notre traduction). Les économistes post-keynésiens, lorsqu'ils traitent des éléments microéconomiques du marché du travail, s'appuient essentiellement sur les observations des économistes institutionnalistes (Kaufman, 2004). Pour mémoire, citons par exemple les noms de John Dunlop, Clark Kerr et Richard Lester, ou les noms d'auteurs plus récents comme Lester Thurow, Michael Piore, Peter Doeringer, Barry Bluestone et Frank Wilkinson, qui ont tous étudié le marché segmenté du travail. En règle générale, les post-keynésiens pensent que la courbe d'offre de travail est approximativement verticale, parce que les effets de substitution compensent les effets de revenu : la désincitation au travail due à une rémunération affaiblie est compensée par le fait qu'il faut travailler davantage pour obtenir le même revenu. Il est aussi probable que les normes sociales et légales restreignent les options ouvertes aux actifs, qui, pour la grande majorité d'entre eux, doivent travailler pour vivre.

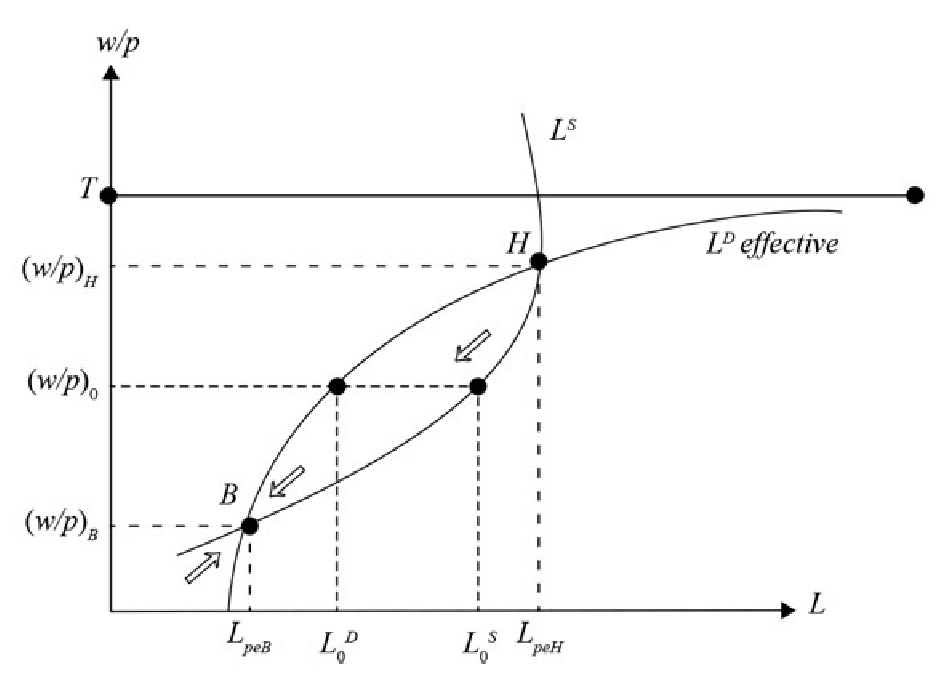
Les économistes néoclassiques, parce que la courbe de demande notionnelle de travail est toujours à pente négative, postulent qu'une économie dénuée de rigidités engendrera nécessairement un retour vers le plein-emploi. Si par hasard l'offre de travail est supérieure à la demande de travail, ce qui ne peut arriver dans le cadre néoclassique que si le taux de salaire est trop élevé, les forces du marché vont mener à une baisse du salaire réel et rétablir l'égalité entre offre et demande de travail. Au contraire, dans le cas de la courbe de demande de travail kaleckienne, dont la pente est positive, les forces du marché ne ramèneront pas l'économie vers une situation de plein-emploi. Autrement dit, vu sous cet angle, le modèle décrivant le marché du travail est instable, que la courbe d'offre de travail soit verticale, à pente négative ou à pente positive. Si le salaire réel se trouve au départ au-dessous de son niveau d'équilibre de plein-emploi – par exemple inférieur à $(w / p)_{pe1}$ à la figure 12.1, lorsque la courbe de demande de travail pertinente est la courbe en trait continu –, les forces du marché auront tendance à éloigner l'économie de cet équilibre car, si le salaire réel est trop faible, il sera associé à une offre excédentaire de travail, si bien qu'un marché du travail libre de toute contrainte pousserait à la baisse le salaire réel et éloignerait donc encore davantage l'économie de son niveau de plein-emploi.

Les mécanismes de marché sont impuissants dans le cas du chômage keynésien. C'est ce qu'on peut appeler le *paradoxe de la flexibilité*. Plus le marché du travail est flexible et dénué de rigidités, plus les hypothétiques forces du marché vont mener à des résultats pervers, la baisse du salaire réel aboutissant en fait à une hausse du chômage. Le modèle kaleckien du marché du travail justifie ainsi ce que disait Keynes dans la *Théorie générale*, à savoir qu'un salaire nominal flexible ne saurait permettre la restauration du plein-emploi (1936, chap. 19).

6.2. L'

Un assez grand nombre de manuels en économie du travail postulent l'existence d'une courbe d'offre de travail non linéaire, une offre de travail *coudée*. La figure 12.2 identifie une telle courbe d'offre et illustre la possibilité d'équilibres multiples tels que décrits par Mario Seccareccia (1991). Dans ce cas, on trouve deux taux de salaire réel pour lesquels la demande de travail égale l'offre de travail. Il y a un mauvais équilibre (un équilibre bas, le point *B*), où le salaire réel et l'emploi sont faibles ; par ailleurs, il existe un équilibre vertueux (un équilibre haut, le point *H*), où le salaire réel et l'emploi sont élevés (Tricou, 2008). Dans les deux cas, il est possible d'affirmer que l'économie opère à son niveau de plein-emploi, puisque la quantité demandée de travail est égale à la quantité de travail qui est offerte par les ménages. Cependant, l'équilibre haut *H* domine l'équilibre bas *B*.

Figure 12.2. Le cas d'équilibres multiples



Lequel des deux équilibres a le plus de chance de se réaliser, *B* ou *H* ? Pour répondre à cette question, considérons un salaire réel initial arbitraire, $(w / p)_0$, qui se situe à mi-chemin entre les deux salaires de plein-emploi. À ce salaire réel initial, la quantité offerte de travail est L_0^S, tandis que la quantité demandée est L_0^D. En $(w / p)_0$, le marché des biens est donc en équilibre, mais il y a du chômage puisque la quantité offerte de travail est supérieure à la quantité demandée par les entreprises. Dans le monde tel qu'il est décrit par les post-keynésiens, cette situation a toutes les chances de persister, car les anticipations de ventes des entreprises sont réalisées, si bien qu'elles n'ont aucune incitation à modifier leurs décisions d'embauche. Quant au salaire réel, pour autant qu'il existe suffisamment de rigidités institutionnelles, il est peu probable qu'il soit modifié, tant que le taux de chômage reste relativement stable.

En revanche, si le marché du travail était dénué de conventions, de règles de fonctionnement et de réglementation ou d'institutions telles que les syndicats, il est probable que les forces du marché pousseraient le salaire nominal *w* à la baisse. Quant au prix *p* des biens, il devrait rester stable puisque la demande et l'offre globales sont égales, du moins tant que l'économie reste sur la courbe de demande effective de travail. Dans une telle économie avec prix flexibles, on aurait un indice des prix inchangé et des salaires nominaux à la baisse, si bien que le salaire réel tendrait à chuter jusqu'à ce qu'il atteigne le

niveau $(w / p)_B$, c'est-à-dire le niveau correspondant à l'équilibre bas de plein-emploi.

Ainsi, si l'on se fie à ce cadre d'analyse, on peut conclure que, quand elles sont laissées à elles-mêmes, les forces du marché ont tendance à engendrer un équilibre de plein-emploi avec des niveaux faibles d'activité économique, d'emploi et de salaire réel – le point *B* de la figure 12.2. Pour une population donnée, cela signifie que le niveau de vie atteint au point *B* sera bien inférieur à celui qui pourrait être atteint au point *H*, où les citoyens seraient susceptibles de bénéficier de salaires réels élevés $(w / p)_H$, avec un niveau d'activité et d'emploi N_{peH} bien plus élevés. En *B*, le chômage volontaire serait plus important ou alors, plus vraisemblablement, les travailleurs se retrouveraient en économie informelle.

Cette analyse montre que l'équilibre haut est instable, tandis que l'équilibre bas est stable. Dans un marché du travail laissé aux seules forces du marché, celles-ci vont éloigner l'économie de l'équilibre haut et la pousser vers l'équilibre bas, comme l'illustrent les flèches de la figure 12.2. Autrement dit, les forces du marché poussent l'économie vers un équilibre sous-optimal. Ainsi, au contraire de ce que prétendent les partisans de la libéralisation des marchés, la plus grande flexibilité du marché du travail ne va pas engendrer la meilleure des solutions possibles. Des syndicats puissants et une législation favorisant les travailleurs ont un effet positif sur l'emploi, la production et le niveau de vie, car ils empêchent la chute des salaires réels.

Puisque l'équilibre haut de plein-emploi est instable, seule une intervention systématique de l'État peut maintenir l'économie proche de ce niveau d'emploi. De fait, l'État doit intervenir pour empêcher les salaires réels de chuter, particulièrement en situation de sous-emploi. Parmi les mesures nécessaires, on trouve notamment la fixation du salaire minimum (Kaufman, 2010), puisque le salaire minimum a tendance à pousser vers le haut toute la structure des salaires des cols bleus. L'État peut aussi accroître les salaires dans la fonction publique, et passer des lois qui renforcent les syndicats et leur représentativité. Ceux-ci ont alors les moyens de contrer plus aisément le pouvoir des grandes entreprises ou l'« ubérisation » de la production. Tandis que le modèle kaleckien montre que les forces du marché vont pousser l'économie vers l'équilibre bas, avec des salaires et un niveau d'emploi faibles, ce même modèle montre aussi que des institutions adéquates peuvent tirer l'économie vers l'équilibre *H*, avec des salaires réels et un niveau d'emploi élevés.

Conclusion

Les solutions des économistes néoclassiques pour contrer le chômage sont connues pour avoir été mises en œuvre dans la plupart des économies depuis les années 1980, notamment à la suite des recommandations de l'OCDE et du FMI. Il s'agit de faire baisser la durée et le montant des indemnités de chômage, d'assurer une plus grande flexibilité externe sur le marché du travail en s'attaquant au code du travail, en facilitant les licenciements et en affaiblissant les syndicats, tout cela afin de juguler les hausses du salaire réel des travailleurs, ou même de le faire baisser au nom de la « compétitivité ». Par ailleurs, toujours selon la pensée économique dominante, il suffirait d'améliorer la formation des travailleurs pour que ceux-ci se trouvent un emploi. Mais tout cela est un mirage, car mieux former des jeunes gens ne mènera pas nécessairement à l'apparition de nouveaux emplois. Prenons l'exemple parlant d'une file d'attente. Si la formation est le moyen privilégié pour améliorer sa place dans cette file, elle n'en fait pas diminuer la longueur (Charles, Dallery et Marie, 2016).

La solution se trouve ailleurs. Une main-d'œuvre bien formée est certes un avantage précieux, mais encore faut-il que les emplois existent. Selon les travaux post-keynésiens, notamment ceux de Servaas Storm et C. W. M. Naastepad (2012), tant les hausses des salaires réels – l'effet Webb – que les hausses de la demande globale – l'effet Kaldor- Verdoorn[2] – vont engendrer des cercles vertueux, en particulier des hausses du taux de croissance de la productivité par travailleur. L'effet Webb est dû au fait que les hausses de salaire vont inciter les entreprises à être plus productives plutôt que de disparaître, tandis que l'effet Kaldor-Verdoorn est dû au fait qu'une croissance des ventes plus rapide va mener à une accélération de l'investissement et de la mise en place des nouvelles technologies.

Il faut donc en finir avec les carcans de la consolidation budgétaire et des réformes du marché du travail, euphémismes des politiques d'austérité et de sacrifice, qui n'ont aucun sens aussi bien dans le cadre des théories post-keynésiennes menées par la demande que dans le monde réel.

Références bibliographiques

Blinder, A. S, Canetti, E. R. D., Lebow, D. E., et Rudd, J. B. (1998), *Asking about Prices : A New Approach to Understanding Price Stickiness*, New York (N. Y.), Russel Sage Foundation.

Charles, S., Dallery, T., et Marie, J. (2016), « Chômage : le mirage de la formation pour tous », *La Tribune*, 11 janvier.

Cordonnier, L. (2000), *Pas de pitié pour les gueux. Sur les théories économiques du chômage*, Paris, Raisons d'agir.

Davidson, P. (1983), « The Marginal Product Is Not the Demand Curve for Labor and Lucas's Labor Supply Function Is Not the Supply Curve for Labor in the Real World », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 6, nº 1, p. 105-117.

Harris, D. J. (1974), « The Price Policy of Firms, the Level of Employment and Distribution of Income in the Short-Run », *Australian Economic Papers*, vol. 13, nº 22, p. 144-151.

Hartwig, J. (2014), « Testing the Bhaduri-Marglin Model with OECD Data », *International Review of Applied Economics*, vol. 28, nº 4, p. 419-435.

Kaldor, N. (1956), « Alternatives Theories of Distribution », *Review of Economic Studies*, vol. 23, nº 2, p. 94-100 ; trad. fr. « Un modèle de répartition », dans G. Abraham-Frois (dir.), *Problématiques de la croissance*, Paris, Economica, 1974, t. 1, p. 102-111.

Kalecki, M. (1939), « Money and Real Wages », reproduit dans *Studies in the Theory of Business Cycles, 1933-1939*, Oxford, Basil Blackwell, 1969, p. 40-59.

Kalecki, M. (1971), *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy, 1933-1970*, Cambridge, Cambridge University Press.

Kaufman, B. E. (2004), « The Institutional and Neoclassical Schools in Labor Economics », dans D. P. Champlin et J. T. Knoedler (dir.), *The Institutionalist Tradition in Labor Economics*, Armonk (N. Y.), Sharpe, p. 13-38.

Kaufman, B. E. (2010), « Institutional Economics and the Minimum Wage : Broadening the Theoretical and Policy Debate », *Industrial and Labor Relations Review*, vol. 63, nº 3, p. 427-453.

Keynes, J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, 2e éd., trad. fr. J. de Largentaye, Paris, Payot, 1969.

Keynes, J. M. (1939), « Relative Movements of Real Wages and Output », *Economic Journal*, vol. 49, nº 193, p. 35-51.

Lang, D. (2009), *Hysteresis in Unemployment : Time, Unemployment and Economic Dynamics*, Sarrebruck, VDM Verlag.

Lavoie, M. (1986), « Chômage classique et chômage keynésien : un prétexte aux politiques d'austérité », *Économie appliquée*, vol. 39, nº 2, p. 203-238.

Lavoie, M. (2009), « Cadrisme within a Kaleckian Model of Growth and Distribution », *Review of Political Economy*, vol. 21, nº 3, p. 371-393.

Nell, E. J. (1988), *Prosperity and Public Spending : Transformational Growth and the Role of Government*, Boston (Ill.), Unwin Hyman.

Onaran, Ö., et Galanis, G. (2012), « Is Aggregate Demand Wage-Led or Profit-Led ? National and Global Effects », ILO.org.

Onaran, Ö., et Obst, T. (2016), « Wage-Led Growth in the EU15 Member-States : The Effects of Income Distribution on Growth, Investment, Trade Balance and Inflation », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 40, nº 6, p. 1517-1551.

Robinson, J. (1964), « Pre-Keynesian Theory after Keynes », *Australian Economic Papers*, vol. 3, nº 1-2, p. 25-35.

Seccareccia, M. (1991), « Salaire minimum, emploi et productivité dans une perspective post-keynésienne », *L'Actualité économique*, vol. 67, nº 2, p. 166-191.

Stockhammer, E. (2011), « The Macroeconomics of Unemployment », dans *id.* et E. Hein (dir.), *A Modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 137-164.

Storm, S., et Naastepad, C. W. M. (2012), *Macroeconomics beyond the NAIRU*. Cambridge (Mass.), Harvard University Press.

Tricou, F. (2008), *La Loi de l'offre et de la demande*, Paris, Septentrion.

Yellen, J. (1980), « On Keynesian Economics and the Economics of Post-Keynesians », *American Economic Review*, vol. 70, nº 2, p. 15-19.

---

1. Il est ici fait référence aux modèles DSGE – acronyme anglais qui désigne en français les modèles d'équilibre général dynamique stochastique.

2. Voir chapitre 4.

CHAPITRE 13

Le coût du capital et la financiarisation de l'économie

Laurent Cordonnier, Thomas Dallery, Vincent Duwicquet, Jordan Melmiès et Franck Van de Velde

En mettant au cœur de la dynamique économique l'investissement, les post-keynésiens se sont nécessairement intéressés aux déterminants de la décision d'investir : la demande anticipée, le taux d'intérêt, la rentabilité… La question du coût du capital se situe bien à cet endroit : le capital n'est-il pas trop cher pour que les entreprises se risquent à engager aujourd'hui des dépenses certaines dans l'espoir de recevoir demain des retombées incertaines et potentiellement insuffisantes ?

Le capital doit être entendu ici dans un sens étroit, et non large comme pourraient le faire des auteurs marxistes ; nous ne discutons pas du coût du capitalisme (le Capital), mais des dépenses nécessaires pour investir en capital productif. Cette interrogation pousse donc à explorer la dialectique du coût ; de la même manière que le coût du travail est une charge pour les entreprises, mais qu'il est aussi le revenu de la collectivité des travailleurs – salaires nets et cotisations sociales –, le coût du capital pourra être tantôt interprété comme une dépense pour les entreprises ou comme une rémunération pour les propriétaires du capital en question.

Dans une première partie, nous montrerons comment la question du coût du capital s'est posée dans l'histoire selon les grands courants de la théorie économique. Dans une seconde partie, nous développerons davantage les apports des post-keynésiens pour penser le coût du capital dans notre époque du capitalisme financiarisé.

1. La question du coût du capital dans l'histoire : le capitalisme comme lutte entre la rente et l'activité

En reprenant les grandes théories économiques sous l'angle du coût du capital, le capitalisme apparaît comme l'histoire de luttes successives entre les entreprises et les rentiers, que ces derniers soient, selon les époques, des propriétaires fonciers, des banquiers ou des actionnaires. Au-delà d'une lutte des classes entre capitalistes et travailleurs, il s'agirait d'une lutte à l'intérieur de la classe des capitalistes entre les détenteurs des différents types de capital. Dans cette section, nous présenterons, dans un premier temps, les différents types de capital pour les économistes. Puis nous détaillerons les rapports qu'entretiennent les théories classiques, néoclassiques et keynésiennes avec le concept de coût du capital. Nous terminerons en exposant les préceptes de la théorie financière standard, vectrice de la financiarisation du capitalisme.

1.1. L

Les économistes souffrent d'une grande ambiguïté dans leur utilisation du terme capital (Hodgson, 2014). Le capital peut à la fois désigner une somme d'argent disponible, un stock de machines immobilisées dans une entreprise, un ensemble de connaissances acquises par un travailleur, un réseau de relations personnelles entretenues par un individu… Il est donc primordial en économie d'accoler un adjectif à côté du terme « capital » ; en particulier, nous opposerons ici le capital réel et le capital financier.

On parlera de capital réel ou de capital productif pour désigner les biens d'équipement, c'est-à-dire l'ensemble des moyens de production durables à l'aide desquels les matières premières et fournitures sont transformées en produits par le travail. C'est l'entreprise qui détient le capital productif. Le capital financier désigne quant à lui les droits de propriété – actions ou, plus généralement, parts d'associé – et les créances (négociables ou non) qui, du point de vue de leurs détenteurs, sont sources de revenus – dividendes et intérêts.

C'est à travers la lecture du bilan d'une entreprise que l'on fait le plus clairement la distinction entre ces deux sortes de capital, et que l'on comprend en même temps leur relation profonde. Le passif recense en effet les divers moyens par lesquels l'entreprise est parvenue à acquérir le capital réel figurant à l'actif. Dans l'ensemble de ces moyens financiers, on distingue entre fonds propres et endettement. Le stock des fonds propres a été constitué par les apports initiaux des associés auxquels se sont ajoutés tout au long de la vie de l'entreprise les profits régulièrement réinvestis et les apports provenant de nouvelles émissions d'actions. Aux capitaux propres s'opposent les capitaux d'emprunt, provenant d'emprunts auprès d'institutions financières ou de particuliers.

Si les deux notions de capital ne sont pas sans rapport, elles sont néanmoins *a priori* très différentes : une machine-outil, ce n'est pas une obligation à dix ans sur une société non financière. Cette distinction à première vue assez évidente pose cependant bien des problèmes à la théorie économique néoclassique, comme nous le verrons. À l'opposition entre capital productif et capital financier, il convient d'ajouter le capital foncier. Parmi les premiers économistes modernes, les classiques, la rente n'est pas une question financière, mais foncière.

1.2. L'

Chez David Ricardo (1817), les propriétaires terriens sont en mesure de toucher des revenus élevés au détriment d'industriels qui ne parviennent pas à peser suffisamment sur les salaires de subsistance. À l'origine, le coût du capital s'identifie à la rente foncière surgie d'une pure rareté physique : les terres les plus productives sont rares, et la croissance démographique rend nécessaire de mettre en culture des sols dont l'exploitation s'avère de moins en moins efficace. Par conséquent, les ressources en travail nécessaires pour assurer la production des biens de subsistance augmentent ; il faut plus de travailleurs pour extraire la même quantité de produits agricoles d'une terre moins fertile et les coûts de production s'en trouvent affectés. Comme les salaires reviennent par la loi d'airain au niveau du minimum de subsistance, et que ce minimum tend à augmenter, ce sont les industriels qui sont pénalisés par des salaires en hausse. La rentabilité des investissements est alors remise en question, ce qui pourrait conduire à l'arrêt de la croissance économique. La solution défendue par Ricardo à l'époque est de supprimer les lois céréalières (*Corn Laws*), qui protègent les agriculteurs britanniques de la concurrence internationale en imposant un prix minimum au grain. La rente foncière, au sens des prix jugés trop élevés des produits agricoles, serait progressivement grignotée par l'arrivée de ces importations. Ricardo se positionne donc en faveur des industriels et au détriment des propriétaires du foncier agricole.

Souvent Karl Marx est présenté comme le dernier des ricardiens. Chez Marx (1867), c'est la propriété capitaliste elle-même qui étouffe l'activité, la lutte se déroulant entre les propriétaires du capital et les salariés, propriétaires pour leur part de leur seule force de travail. Le coût du capital désignerait alors l'ensemble des profits que les capitalistes arrivent à extraire sur le dos des travailleurs. Le capitalisme industriel serait condamné à long terme par une baisse tendancielle des taux de profit du fait de dynamiques intrinsèques à l'accumulation du capital : plus l'investissement est important, plus la croissance et l'emploi augmentent, et plus les travailleurs sont en mesure d'obtenir des hausses de salaire menaçant la rentabilité du capital investi[1]. Il existerait bien sûr des parades temporaires pour les capitalistes, générant souvent des cycles conjoncturels, mais la concurrence conduirait au bout du compte à faire disparaître les profits structurellement.

1.3. L

Cette disparition des profits à long terme est un point commun entre Marx et les néoclassiques mais, chez ces derniers, le coût du capital devient l'autre face de la rémunération du capital productif. Dans la théorie néoclassique, la fonction de production permet de mesurer distinctement les contributions à la production du facteur « travail » et celles du facteur « capital ». Plus le capital est abondant, moins sa productivité marginale est élevée, notamment parce qu'on met en œuvre en priorité les meilleures technologies et qu'on se résout finalement à recourir à des technologies moins efficaces. Or, à l'équilibre des marchés, chaque facteur est rémunéré à sa productivité marginale : le travailleur touche un salaire équivalent à sa contribution réelle à la production, quand le capitaliste reçoit en intérêt l'équivalent de sa productivité marginale. Concrètement, on embauche tant que le dernier travailleur recruté produit plus que ce qu'il coûte. De même, on investit tant que le dernier projet produit plus de revenus que ce qu'il coûte en intérêt. C'est donc ici le taux d'intérêt qui joue le rôle du coût du capital : la barre à franchir pour qu'un projet d'investissement soit mis en œuvre.

Dans la théorie néoclassique, le taux d'intérêt est déterminé sur le marché des fonds prêtables par la

confrontation de l'offre d'épargne et de la demande d'investissement. Pour convaincre les épargnants de sacrifier le présent en s'abstenant de consommer, les emprunteurs de fonds doivent accepter de rémunérer l'épargne : le taux d'intérêt est le prix que les entreprises doivent payer pour vaincre la préférence pour le présent des ménages épargnants. Dans ce cadre, un surcroît d'épargne ne nuira pas à l'activité économique mais témoignera simplement d'une valorisation plus faible du présent, aboutissant à une baisse du taux d'intérêt et permettant aux entreprises d'investir plus aujourd'hui pour pouvoir répondre au supplément de consommation future[2]. Le modèle de base produit un résultat étonnant : les variations du taux d'intérêt / coût du capital ne modifient pas le niveau de la production dans la période, mais sa composition entre biens de consommation et biens d'équipement.

1.4. L'

La révolution keynésienne a beaucoup à voir avec l'insatisfaction de Keynes vis-à-vis de la théorie du taux d'intérêt des néoclassiques. Pour Keynes (1936), le taux d'intérêt ne sera plus le coût de la préférence pour le présent (ce qu'on perd à consommer plutôt qu'à épargner), mais ce sera le coût de la préférence pour la liquidité (ce qu'on perd à choisir d'épargner sous la forme monétaire plutôt que sous la forme d'un actif financier). Le taux d'intérêt ne se détermine pas sur le marché néoclassique des fonds prêtables où se confrontent désir d'épargner et volonté d'investir mais est déterminé sur le marché financier de la monnaie contre titres (Van de Velde, 2005). Investissement et épargne ne s'ajustant pas directement par variation de prix sur un marché, il devient possible d'avoir des crises de surproduction causées par un excès du désir d'épargner sur l'incitation à investir.

Chez Keynes, l'investissement est limité par un coût du capital particulier. On parle d'efficacité marginale du capital pour désigner les rendements *attendus*, et non réalisés, de l'investissement. Il y a donc une dimension d'incertitude que l'on ne retrouve pas dans la simple productivité marginale du capital : le rendement d'un investissement dépend plus de la demande anticipée que d'une simple question d'efficacité technique. Or la demande adressée à l'entreprise est susceptible de beaucoup varier selon la conjoncture. Cette incertitude donne l'occasion aux esprits animaux de se manifester par des vagues d'optimisme ou de pessimisme. Ce n'est pas tant un calcul froid de probabilité qu'une vision à chaud qui pousse les entreprises à sur- ou à sous-investir selon leurs anticipations de ce que sera l'avenir.

Mais surtout, selon Keynes, le fonctionnement normal du système capitaliste conduit à une rareté du capital financier qui permet aux capitalistes d'obtenir une rente pénalisant l'investissement. La rareté du capital financier n'est pas le produit de la nature comme la rareté des terres fertiles chez Ricardo : elle est provoquée par la préférence pour la liquidité, traduction de la réticence des épargnants à détenir des actifs fluctuants sur les marchés financiers. Cette réticence oblige les entreprises à verser des intérêts très élevés pour convaincre les épargnants d'abandonner la liquidité et de placer leurs fonds sous forme de prêts à plus long terme, ce qui condamne de très nombreux projets d'investissement dont la rentabilité attendue est inférieure au taux d'intérêt. C'est la raison pour laquelle Keynes se prononce en faveur d'un certain nombre de politiques économiques (politique monétaire accommodante, socialisation de l'investissement, et bien sûr inflation modérée) qui ont pour but d'abaisser le coût du capital et d'« euthanasier » les rentiers.

1.5. L

Ce que la théorie financière standard (au travers de son aboutissement sous la forme du modèle d'évaluation des actifs financiers, MEDAF) nomme le coût du capital représente la rémunération *exigible* du capital. Il s'agit d'un glissement supplémentaire par rapport à la théorie néoclassique, puisque le coût du capital devient un coût normal, ou une rémunération minimale requise, que Frédéric Lordon appelle « le SMIC du capital » (2000).

Derrière les variations du coût du capital, on ne trouve pas les modifications du coût économique que représente l'approvisionnement en capital productif, mais les évolutions des exigences de revenus des apporteurs de capital financier. Chez Keynes, les revenus financiers étaient vus simplement sous l'angle des intérêts dus aux prêteurs. En réalité, la structure du bilan des entreprises indique clairement que les revenus financiers doivent aussi, et surtout, faire référence aux dividendes versés aux actionnaires. Prêteurs et actionnaires n'encourent pas les mêmes risques, du fait de leur rang dans la file d'attente des créanciers en cas de liquidation de l'entreprise. Le prêteur passant avant l'actionnaire, le risque qu'il encourt est jugé plus faible. En contrepartie, sa rémunération sera également moindre. La justification de la rémunération actionnariale proviendrait ainsi de cette assomption du risque.

Le coût moyen pondéré du capital détermine pour l'entreprise les dépenses qu'elle doit engager auprès de ses prêteurs et actionnaires, compte tenu de leur poids respectif (dette *versus* fonds propres) dans le passif de l'entreprise, mais surtout en prenant pour acquis que les actionnaires doivent obtenir au moins autant que ce qu'ils pourraient recevoir dans une entreprise similaire. Pour l'investissement, la barre à franchir n'est plus le taux d'intérêt, mais un coût qui intègre la norme financière exigible sur les marchés.

2. Le coût du capital aujourd'hui : la financiarisation comme frein à l'investissement

Partant d'une définition du coût du capital où c'est la rareté des sols fertiles qui donnait naissance à une rente, nous sommes arrivés à une vision où la rente est désormais le produit de marchés financiers orchestrés pour rendre les désirs des actionnaires indiscutables. La question est dorénavant de savoir si le coût du capital est plus pénalisant aujourd'hui qu'il ne l'était hier. Dans cette section, nous présenterons d'abord les thèses qui dénoncent un excès de la financiarisation de l'économie, les post-keynésiens figurant en bonne place parmi les contempteurs de la finance. Après avoir proposé une nouvelle mesure du coût du capital et de ses excès (le surcoût), nous analyserons les conséquences de la financiarisation en nous appuyant sur une macroéconomie typiquement post-keynésienne où les évolutions du coût du capital génèrent une dynamique dépressive de l'investissement, de la croissance et de l'emploi.

2.1. L

De nombreux économistes se sont intéressés depuis les années 2000 à la question de la financiarisation et de son impact sur l'économie réelle. Chez les régulationnistes, Michel Aglietta (2000) s'intéresse à la question de la gouvernance d'entreprise dans un régime visant la création de la valeur pour l'actionnaire, et il montre les instabilités qui en découlent. Robert Boyer (2000) pointe les effets macroéconomiques dépressionnaires de l'imposition d'une norme financière jouant le rôle de barre de rentabilité à franchir pour tous les projets d'investissement. Mais ce sont surtout les post-keynésiens qui se sont penchés sur les effets de la financiarisation. Engelbert Stockhammer (2004), Özgür Orhangazi (2008) ou Jason Hecht (2014) dénoncent également le ralentissement de l'accumulation du capital provenant de l'affirmation des préférences actionnariales au détriment des préférences managériales, tandis que Eckhard Hein (2006) indique les effets néfastes des versements d'intérêt. Ces premières études ont en toile de fond le coût du capital, sans l'expliciter de la sorte. Leurs résultats décrivent le frein que représente la financiarisation sur l'investissement.

Une deuxième veine de recherches s'essaie à mesurer la part de la croissance de la finance qui peut être qualifiée de dispensable ou de nuisible. Arjun Jayadev et Gerald Epstein (2007) ou Petra Dünhaupt (2010) soulignent une augmentation de ce qu'ils identifient comme la rente financière dans les pays développés entre les années 1960 et 1990. Gerald Epstein et James Crotty (2013) estiment que la finance a grossi en développant des activités sans utilité sociale. Entre les années 1950 et 2000, la finance a multiplié ses revenus perçus par cinq pour le même service économique rendu – l'intermédiation financière.

Mais, plus étonnant, des critiques de la financiarisation excessive sont aussi venues des institutions internationales, rejoignant ainsi les thèses (post-)keynésiennes. Le FMI, la Banque des règlements internationaux, ou même la BCE, ont avancé l'idée que la taille du secteur financier pouvait devenir excessive et menacer la stabilité économique. Toujours du côté des régulateurs, Paul Volcker pour les États-Unis ou lord Adair Turner pour le Royaume-Uni avaient remis en question les bienfaits des innovations financières, le premier réclamant qu'on lui apporte ne serait-ce que le début du commencement d'une preuve selon laquelle l'innovation financière est bonne pour la croissance, le second affirmant qu'« un secteur financier plus gros n'est pas forcément un meilleur système financier »

(2009 ; notre traduction). Ce n'est pas parce que plus de personnes cherchent à tirer profit des évolutions du prix des actifs que les marchés financiers en deviennent plus utiles à l'économie. Au lieu de chercher quels seraient les secteurs économiques d'avenir et de « canaliser l'investissement nouveau dans les directions les plus favorables sur la base des rendements futurs », Keynes nous disait déjà dans le célèbre chapitre 12 de la *Théorie générale* que « les meilleurs esprits de Wall Street étaient en fait préoccupés d'autre chose » : beaucoup d'acteurs sur les marchés attachent « un intérêt excessif à découvrir ce que l'opinion moyenne croit être l'opinion moyenne » (1936, p. 173-174).

Mais le soutien le plus surprenant aux thèses post-keynésiennes d'une financiarisation excessive provient sans doute des praticiens de la finance eux-mêmes. Ainsi, au printemps 2014, Larry Fink, le P-DG de BlackRock, l'un des principaux gestionnaires d'actifs au monde, a adressé une lettre aux P-DG des plus grandes entreprises américaines pour leur dire ceci :

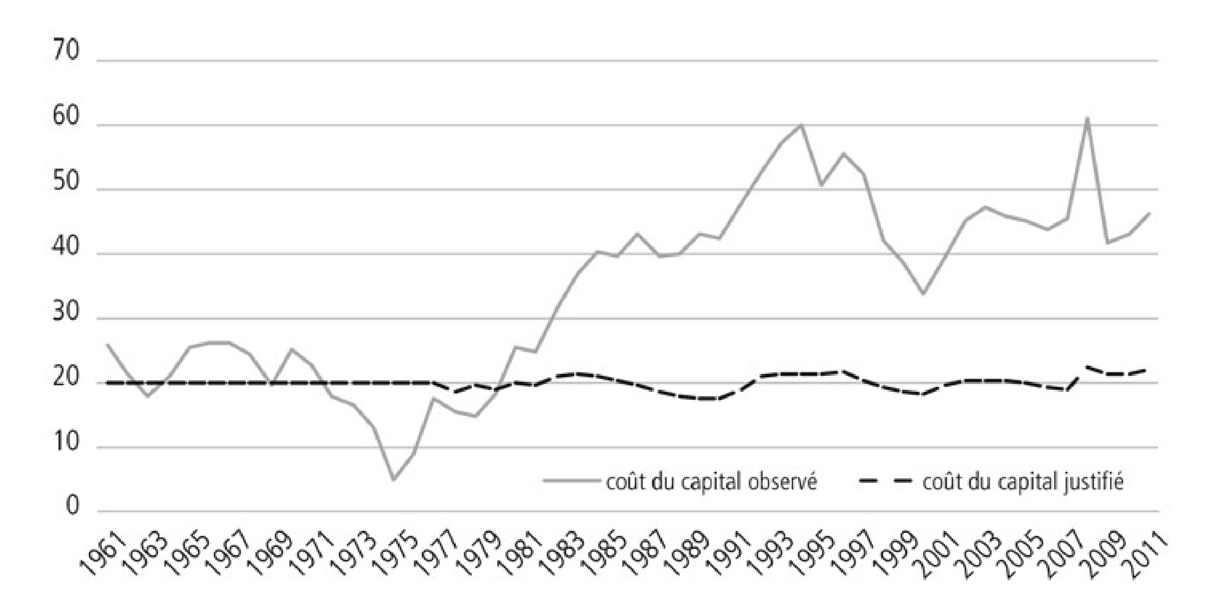
> Rendre du cash aux actionnaires doit faire partie d'une stratégie équilibrée ; cependant, lorsque c'est fait pour de mauvaises raisons et au détriment de l'investissement productif, cela peut mettre en danger la capacité de l'entreprise à générer du rendement à long terme. (Fink, 2014 ; notre traduction).

À tout miser sur une rentabilité financière de court terme et à distribuer une part trop importante des profits présents, les entreprises réduisent le nombre de projets d'investissement mis en place, ce qui fragilise leur capacité à dégager des profits dans l'avenir : en somme, pour son propre bien, le capitaliste doit être défendu contre lui-même et mis à l'abri de sa propre impatience !

2.2. L

Dans un rapport pour la Confédération générale du travail paru en 2012, nous avons construit un nouvel indicateur de coût du capital pour mieux mesurer les excès de la finance. Nous distinguons clairement entre le coût du capital productif (la somme d'argent que l'entreprise doit dépenser chaque année pour maintenir, améliorer et augmenter son stock d'équipement productif, soit la formation brute de capital fixe, FBCF) et le coût du capital financier (la somme que l'entreprise doit verser chaque année à ses apporteurs de capitaux sous forme de dividendes et d'intérêts nets, c'est-à-dire les revenus financiers versés moins ceux reçus par l'entreprise). Au sein de ce coût du capital financier, nous essayons d'isoler la part qui correspond à un service économique rendu par la finance à l'entreprise – le coût de l'intermédiation financière[3] – de celle qui correspond à une pure rente – c'est-à-dire un revenu perçu par la finance, sans que cela corresponde à un service économique rendu. Cette rente est aussi ce que nous appelons le surcoût du capital. Nous proposons ensuite de rapporter le montant de ce surcoût au « vrai » coût du capital, c'est-à-dire au coût économique du capital productif (FBCF). Mesurée ainsi, depuis le début des années 1980, la financiarisation, en promouvant une nouvelle norme de rentabilité, a élevé le coût et le surcoût du capital pour les sociétés non financières en France.

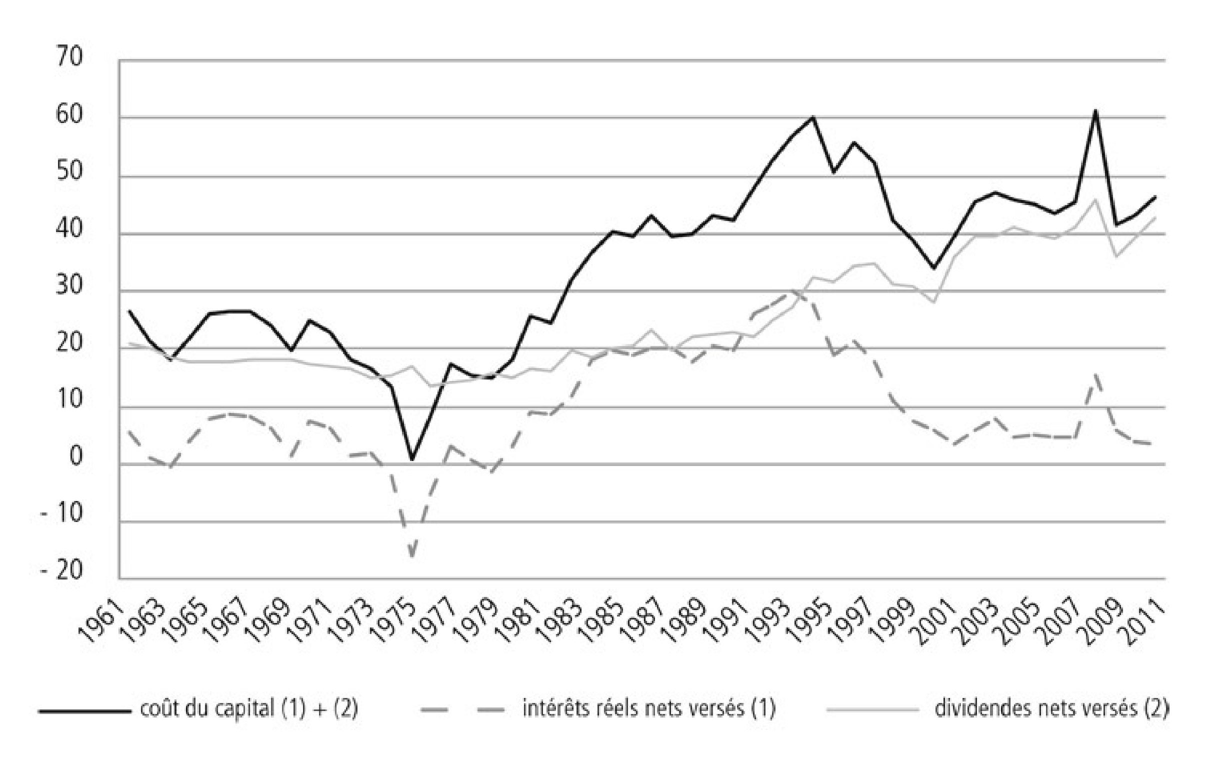
Figure 13.1. Coût du capital, observé et justifié, des sociétés non financières en France, en % de la FBCF (d'après Cordonnier et al., 2015)



Le surcoût du capital apparaît comme la différence entre le coût du capital observé et le coût du capital justifié par le service financier rendu (figure 13.1). Durant les années 1960 et 1970, on observe que le surcoût était nul, voire négatif[4]. Tandis que la courbe du coût du capital observé flirtait jusqu'alors avec les pointillés du coût justifié, les années 1980 voient le coût observé s'éloigner très nettement du coût justifié : le surcoût du capital s'étend très fortement jusqu'au milieu des années 1990, avant de se tasser par la suite, et de reprendre une certaine croissance à partir du début des années 2000.

Une décomposition du coût du capital entre le poids des dividendes et celui des intérêts permet de mieux appréhender ce qui s'est joué sur l'ensemble de la période. Dans les années 1960 et 1970, le coût du capital est faible car les dettes des entreprises se déprécient rapidement du fait de l'inflation. À partir des années 1980, les politiques monétaires restrictives font gonfler les taux d'intérêt réels et expliquent l'envolée du coût du capital jusqu'au milieu des années 1990. Passé cette période, l'inflexion des politiques monétaires fait décroître les taux d'intérêt, et donc le coût du capital jusqu'en 2001.

Figure 13.2. Composition du coût du capital des sociétés non financières en France, en % de la FBCF (d'après Cordonnier et al., 2015)



Malgré ces soubresauts des intérêts réels nets versés imputables aux orientations de la politique monétaire, la chose la plus marquante est la progression constante des dividendes nets versés (figure 13.2). Avec des marchés financiers qui ont été dérégulés dans les années 1980, la liquidité organisée permet aux actionnaires d'obtenir des dividendes croissants en jouant sur le chantage de la fuite – dans une autre entreprise, dans un autre pays… Cette envolée des dividendes ne s'explique pas seulement par la peur de voir partir les actionnaires, mais aussi par la peur des directions des entreprises de voir arriver de nouveaux actionnaires pas forcément amicaux. Le rôle du marché boursier est de permettre le transfert de la propriété et, si vous n'êtes pas assez généreux en dividendes avec vos actionnaires présents, le cours de Bourse peut s'avérer relativement faible, faisant de l'entreprise une cible bon marché exposée à un rachat par une entreprise concurrente et / ou de nouveaux actionnaires qui se dépêcheront de remplacer l'ancienne direction trop avare en dividendes. Après le bâton, c'est aussi la carotte qui peut pousser les dirigeants à distribuer toujours plus de dividendes. Depuis les années 1980, une part de plus en plus importante de la rémunération des grands patrons est indexée sur la performance financière de leur entreprise. Quoi de mieux pour les inciter à viser la création de valeur pour l'actionnaire que de lier leur propre enrichissement à celui des actionnaires ?

2.3. C

La montée du surcoût du capital a eu deux conséquences fâcheuses pour la dynamique économique selon les post-keynésiens. Elle a redistribué des richesses aux détenteurs du capital financier au détriment des salariés ; elle a surtout contraint l'accumulation du capital en la limitant aux seuls projets d'investissement les plus rentables. Si notre propos est centré sur la France, les autres pays développés ont également connu de telles évolutions.

La modification du partage des richesses est bien connue. Au tournant des années 1980, la part des salaires s'est effondrée en France, passant de 66 % de la valeur ajoutée en 1981 à 56 % en 1998. Face à des conditions de financement se détériorant du fait du renchérissement des taux d'intérêt puis de la

pression actionnariale, les entreprises n'ont eu d'autre choix que de raffermir leurs exigences sur le partage de la valeur ajoutée. La contrainte financière des entreprises se transforme en modération salariale. À cela, il faut ajouter que les entreprises ont été bien aidées par la montée du chômage, les chômeurs représentant une « armée industrielle de réserve » disciplinant les travailleurs.

Cette distorsion dans la répartition des richesses a des implications négatives sur la formation de la demande sur le plan macroéconomique. Les revenus financiers qui sortent des entreprises sont à destination d'acteurs aisés dont la propension à dépenser est plus faible que celle des travailleurs. Par ailleurs, les actionnaires des entreprises françaises sont aussi bien souvent localisés à l'étranger. La probabilité de voir refluer ces dépenses dans le chiffre d'affaires des entreprises nationales est donc encore affaiblie. La modification de la répartition des richesses crée un premier « trou » dans le processus de formation de la demande globale.

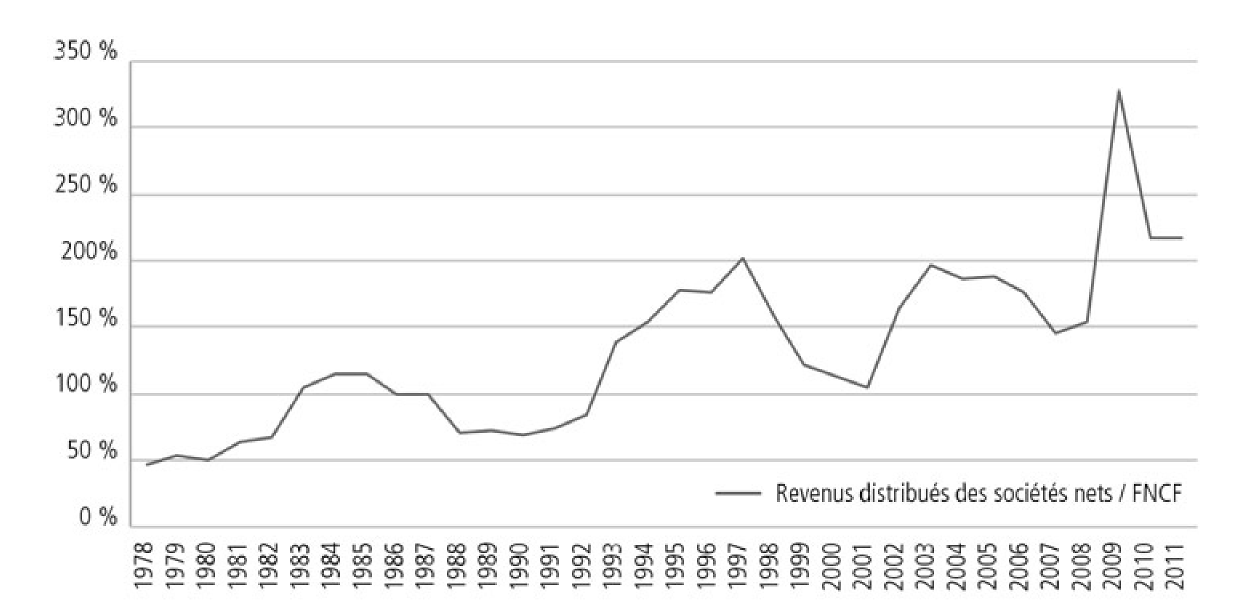
Le deuxième « trou » provient de l'arrêt de l'accumulation du capital. Le coût du capital agit ici comme une norme financière sélectionnant les projets d'investissement : plus la rentabilité exigible sur les marchés financiers est élevée, moins les projets susceptibles de passer la barre seront nombreux. L'élévation du coût du capital pousse alors les entreprises à mettre la focale sur les projets les plus rentables, quitte à ce que cela se fasse au détriment du métier historique de l'entreprise. Les entreprises se réorganisent de manière à revendre leurs autres activités, en externalisant par la suite à des sous-traitants certaines activités de support. L'objectif est de réduire la surface de l'actif de l'entreprise, soit de réduire la consommation de fonds propres pour un même niveau de rentabilité. Ce toilettage comptable permet alors d'afficher les meilleurs ratios de rentabilité financière. Cette logique financière, court-termiste, s'accommode mal du temps long de l'investissement productif, qui reste pourtant le premier moteur de la croissance économique, celui par lequel les capitalistes se font concurrence, innovent et repoussent les frontières de la production.

Redistribution des richesses au détriment des salariés et ralentissement de l'accumulation du capital : ces deux tendances peuvent être synthétisées par la formule de William Lazonick et Mary O'Sullivan (2000) résumant la gouvernance des entreprises sous le capitalisme financiarisé : « *downsize and distribute* ». Il s'agit bien pour les entreprises de réduire la voilure, que ce soit en termes de projets d'investissement, de masse salariale ou d'effectif (*downsize*). Mais il s'agit aussi de distribuer plus de dividendes aux actionnaires, en arguant notamment du fait que les profits ne sont plus nécessaires pour financer des projets d'investissement que l'on juge désormais insuffisamment rentables (*distribute*). Il est possible de représenter ces deux tendances simultanément en rapportant les dividendes nets distribués à la formation nette de capital fixe des entreprises (FNCF). Ainsi, on embarque dans une même mesure à la fois l'envol de la distribution de dividendes et l'effondrement de l'investissement net. Alors que les entreprises versaient, pour tout euro d'investissement net, 50 centimes en dividendes en 1979, elles en distribuent en 2018 2 euros.

La figure 13.3 indique qu'il existe une véritable ponction des actionnaires sur l'entreprise, car les actionnaires n'ont pas contribué davantage au financement des entreprises sur la période. Michel Husson (2014) montre bien que le financement des entreprises ne se fait pas par émissions d'actions, mais qu'il repose très majoritairement sur l'autofinancement et les emprunts. Les marchés ne financent pas l'entreprise, mais ils sont financés par elle. Le volume exorbitant des transactions financières annuelles ne doit pas masquer la réalité de ces marchés boursiers, qui ne sont que des marchés de l'occasion. Sur le New York Stock Exchange, Tristan Auvray, Thomas Dallery et Sandra Rigot (2016) ont mesuré qu'en 2014 les émissions de nouvelles actions ne représentaient que 1 % des transactions boursières, et que 99 % des transactions concernaient donc des titres déjà émis : encore une fois, on voit que le rôle du

marché boursier est surtout de permettre de changer la propriété des titres, mais que cette fonction engendre un coût économique énorme pour l'ensemble de la société.

Figure 13.3. Revenus distribués des sociétés nets, en % de la FNCF (d'après Cordonnier et al., 2015)



2.4. P

Dans notre présentation de la financiarisation et des conséquences néfastes de l'élévation du coût du capital, nous avons laissé dans l'ombre plusieurs éléments que d'autres économistes post-keynésiens auraient soulignés.

Par exemple, nous n'avons pas pris en compte les rachats d'actions dans notre calcul du coût du capital. Le fait que l'entreprise utilise une partie des ressources dégagées par la production ou qu'elle s'endette même pour réduire le nombre de ses propres actions en circulation est peut-être la forme la plus crue de la prédation financière sur le capital productif. Lazonick (2014) calcule que les rachats d'actions (nets des émissions de nouvelles actions) représentent chaque année en moyenne 30 % des profits de toutes les sociétés non financières américaines depuis 2000. Bien que moins courante en Europe, cette pratique a représenté en moyenne un montant équivalent au quart des dividendes versés par les entreprises du CAC 40 sur la période 2003-2013, avec des pics à plus de 50 % certaines années. La prise en compte dans le calcul du coût du capital de ces versements de cash aux actionnaires contribuerait donc à alourdir son poids. Mais, pour systématiser sa prise en compte, il faudrait migrer des données de la comptabilité nationale aux données d'entreprises.

Cette migration permettrait aussi de mieux analyser les acquisitions d'actifs financiers réalisées par les sociétés non financières (Du Tertre et Guy, 2009). Certaines sociétés mènent en effet des stratégies d'accumulation financière par substitution de capital financier au capital productif car la rentabilité du premier est supérieure à celle du second, et aussi parce que l'effet de levier permet d'augmenter la rentabilité financière grâce aux bas taux d'intérêt (Clévenot, Guy et Mazier, 2012).

Notre estimation du coût du capital n'intègre pas à proprement parler la rente immobilière et foncière. Or des fonds d'investissement se sont spécialisés dans le secteur de l'immobilier, pour y

extraire des rendements souvent bien plus élevés que dans l'économie productive. En achetant un bien immobilier, le rendement cumule les loyers perçus et l'éventuelle plus-value réalisée. En période de bulle immobilière, les rendements peuvent donc être très élevés. Pour satisfaire leurs actionnaires, certains fonds d'investissement propriétaires de parcs immobiliers peuvent ainsi exiger des loyers importants à des entreprises dont la survie même peut être mise en jeu par le niveau de ce nouveau coût du capital augmenté des loyers. Inversement, si l'on prenait en compte les réévaluations des actifs immobiliers – dues à la hausse des prix des immeubles, terrains, infrastructures, etc. –, l'affaire serait moins évidente : cela aurait des conséquences positives sur les entreprises qui sont propriétaires de leurs terrains ou immeubles, et cela aurait des conséquences négatives pour celles qui sont locataires… ou qui doivent procéder pour la première fois à une acquisition. Nous retrouverions alors l'intuition ricardienne suivant laquelle c'est sur ce terrain de la rente foncière que se joue également une grande partie de la lutte entre la propriété et l'entreprise.

Conclusion

La libéralisation des marchés financiers et l'imposition des principes de création de valeur actionnariale ont profondément modifié la gouvernance des entreprises, sans qu'aucun contre-pouvoir ne se dresse sur la route des désirs actionnariaux. Autrefois conceptualisés comme une classe intermédiaire entre les propriétaires du capital (actionnaires) et les travailleurs, les managers ont vu leurs intérêts alignés sur ceux des actionnaires, répercutant ainsi leurs exigences sur les travailleurs. En plus du traditionnel conflit de répartition avec la direction des entreprises pour la fixation des salaires, les travailleurs subissent désormais la pression financière dans leur quotidien, tout étant fait pour assurer aux actionnaires le rendement le plus élevé – pression à la productivité en jouant sur la flexibilité et la précarité du marché du travail, modération salariale avec le chantage à la délocalisation… Le coût du capital, ce n'est donc pas uniquement les réductions d'investissement par les entreprises, mais cela touche toute la société. Face à ce constat largement partagé désormais, les autorités publiques ont cherché à réagir. Le Conseil national de l'information statistique a produit un rapport sur le coût du capital, en cherchant notamment à pallier les insuffisances de la comptabilité nationale (CNIS, 2015). Mais, au-delà de la question de la mesure du coût du capital, l'enjeu principal est celui des actions à mettre en œuvre pour combattre la dictature de l'actionnaire. Cela passera nécessairement par une remise à plat de la gouvernance d'entreprise (en donnant plus de poids aux travailleurs dans les instances de décision) et par un contrôle de la liquidité des marchés financiers (en limitant les allers-retours spéculatifs sur les marchés boursiers).

Références bibliographiques

Aglietta, M. (2000), « Shareholder Value and Corporate Governance : Some Tricky Questions », *Economy and Society*, vol. 29, nº 1, p. 146-159.

Auvray, T., Dallery, T., et Rigot, S. (2016), *L'Entreprise liquidée. La finance contre l'investissement*, Paris, Michalon.

Boyer, R. (2000), « Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism ? A Preliminary Analysis », *Economy and Society*, vol. 29, nº 1, p. 111-145.

Clévenot, M., Guy, Y., et Mazier, J. (2012), « Financiarisation de l'économie française et modélisation post-keynésienne », *Économie appliquée*, vol. 65, nº 4, p. 39-78.

CNIS (2015), *Coût du capital. Rapport du groupe de travail*, CNIS.fr.

Cordonnier, L., Dallery, T., Duwicquet, V., Melmiès, J., et Van de Velde, F. (2015), *Le Surcoût du capital : la rente contre l'activité*, Villeneuve-d'Ascq, Presses universitaires du Septentrion.

Dünhaupt, P. (2010), « Financialization and the Rentier Income Share – Evidence from the USA and Germany », IMK (Macroeconomic Policy Institute), document de travail nº 2.

Du Tertre, R., et Guy, Y. (2009), « Les traits stylisés des grandes entreprises cotées en France à l'ère du capitalisme financier », *Revue de l'IRES*, nº 62, p. 7-38.

Epstein, G. A., et Crotty, J. (2013), « How Big Is Too Big ? On the Social Efficiency of the Financial Sector in the United States », PERI (Political Economy Research Institute), document de travail nº 313.

Fink, L. (2014), « Encouraging a Focus on Long-Term Growth Strategies », lettre envoyée aux P-DG des grandes entreprises américaines, 21 mars.

Hecht, J. (2014), « Is Net Stock Issuance Relevant to Capital Formation ? Comparing Heterodox Models of Firm-Level Capital Expenditures across the Advanced and Largest Developing Economies », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 38, nº 5, p. 1171-1206.

Hein, E. (2006), « Interest, Debt and Capital Accumulation – a Kaleckian Approach », *International Review of Applied Economics*, vol. 20, nº 3, p. 337-352.

Hodgson, G. M. (2014), « What Is Capital ? Economists and Sociologists Have Changed Its Meaning : Should It Be Changed Back ? », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 38, nº 5, p. 1063-1086.

Husson, M. (2014), « Un essai de mesure du surcoût du capital », Hussonet.free.fr.

Jayadev, A., et Epstein, G. A. (2007), « The Correlates of Rentier Returns in OECD Countries », PERI (Political Economy Research Institute), document de travail nº 123.

Keynes, J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, 2e éd., trad. fr. J. de Largentaye, Paris, Payot, 1969.

Lazonick, W. (2014), « Profits without Prosperity : How Stock Buybacks Manipulate the Market and Leave Most Americans Worse Off », *Harvard Business Review*, septembre, p. 47-55.

Lazonick, W., et O'Sullivan, M. (2000), « Maximizing Shareholder Value : A New Ideology for Corporate Governance », *Economy and Society*, vol. 29, nº 1, p. 13-35.

Lordon, F. (2000), *Fonds de pension, piège à cons ?*, Paris, Raisons d'agir.

Marx, K. (1867), *Le Capital. Livre I*, trad. fr. J. Roy, Paris, PUF, 2009.

Orhangazi, Ö. (2008), « Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 32, n° 6, p. 863-886.

Philippon, T. (2015), « Has the US Finance Industry Become Less Efficient ? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation », *American Economic Review*, vol. 105, n° 4, p. 1408-1438.

Ricardo, D. (1817), *Des principes de l'économie politique et de l'impôt*, trad. fr. C. Soudan, Paris, Flammarion, 1999.

Stockhammer, E. (2004), « Financialisation and the Slowdown of Accumulation », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, n° 5, p. 719-741.

Turner, A. (2009), « Turner Tells Bankers to Focus on Core Roles », *Financial Times*, 22 septembre.

Van de Velde, F. (2005), *Monnaie, chômage et capitalisme*, Villeneuve-d'Ascq, Presses universitaires du Septentrion.

---

1. En termes marxistes, on dirait que la hausse de la composition organique du capital se heurte à l'impossibilité de pousser plus loin encore le taux d'exploitation.

2. L'épargne est vue comme un simple report de consommation dans le temps : moins aujourd'hui, mais plus demain.

3. Évalué à 2 %, en ligne avec l'estimation qu'en fait Thomas Philippon (2015) pour les États-Unis.

4. Précisons que le calcul du coût du capital s'appuie sur des montants d'intérêts *réels*, de manière à tenir compte de l'érosion des dettes permise par l'inflation.

CHAPITRE 14

La modélisation post-keynésienne stock-flux cohérente contemporaine

Edwin Le Héron

La recherche post-keynésienne a vu se développer depuis le milieu des années 2000 une imposante littérature autour d'une nouvelle famille de modèles appelés post-keynésiens stock-flux cohérents (PK-SFC). Ils ont su attirer un assez large consensus au sein des économistes hétérodoxes en développant une alternative crédible à la modélisation traditionnelle néoclassique, notamment aux modèles DSGE (équilibre général dynamique stochastique) incapables de prévoir la crise de 2007. Si les modèles PK-SFC puisent leur origine dans les théories hétérodoxes et une méthodologie ancienne, la synthèse produite par Wynne Godley et Marc Lavoie (2007a) a fourni un outil très utile et assez consensuel pour harmoniser et modéliser les recherches des post-keynésiens, souvent hostiles à toute forme de modélisation.

Après une courte histoire des modèles SFC, nous rappellerons les principaux fondements théoriques de ces modèles, avant de développer le modèle canonique de Godley et Lavoie. Enfin, nous présenterons les derniers apports de la modélisation PK-SFC.

1. Une courte histoire de la modélisation PK-SFC

La modélisation post-keynésienne stock-flux cohérente se situe dans la tradition keynésienne de la modélisation macroéconomique structurelle de flux développée en particulier à la Cowles Commission à Chicago de 1939 à 1955 puis, après 1955, à la Cowles Foundation à Yale, notamment par Lawrence Klein et Arthur Goldberger. Elle s'appuie sur les avancées de la comptabilité nationale, qui mesure l'ensemble des flux monétaires entre les différents secteurs économiques, avec notamment les travaux précurseurs sur les flux monétaires et financiers de Morris Copeland en 1949 et sur les modèles s'appuyant sur la comptabilité nationale de Richard Stone (Stone et Brown, 1962). À la fin des années 1960, nous observons des tentatives d'introduction des stocks, d'une part à Yale par William Brainard et James Tobin (1968) dans le cadre de modèles de type IS-LM[2], d'autre part par Wynne Godley et Francis Cripps (1983) dans la nouvelle tradition cambridgienne, selon les trois équilibres des secteurs privé, public et du reste du monde, et enfin par Lance Taylor (2004) à la New School for Social Research de New York. Tobin résumera parfaitement, dans son texte pour le prix Nobel en 1982, les écueils à éviter pour la modélisation macroéconomique (*pitfalls approach*). Ainsi, les modèles SFC modernes devront :

– bien définir les enchaînements temporels ;
– tenir compte des stocks ;
– intégrer plusieurs actifs et taux de rendement ;
– modéliser conjointement les opérations financières, monétaires et réelles ;
– respecter la loi de Walras incluant les contraintes budgétaires sectorielles et les contraintes d'addition dans les équations de portefeuille.

Des auteurs ont aussi cherché à intégrer les flux et les stocks réels et financiers dans des modèles de croissance en temps continu, notamment Peter Skott (1989) et Steve Keen (2011).

Mais c'est la rencontre de Wynne Godley avec Marc Lavoie à la fin des années 1990, puis avec Gennaro Zezza et Claudio Dos Santos au Levy Economics Institute, qui fut déterminante et marqua le véritable début des modélisations PK-SFC. L'apport monétaire et post-keynésien de Lavoie, influencé également par la théorie du circuit français ou la démarche de Jean Denizet, et la tradition cambridgienne de Godley se complétèrent parfaitement. La modélisation PK-SFC apparaît donc comme une alternative à la modélisation traditionnelle néoclassique de type Arrow-Debreu, qui décrit des économies fictives où un agent représentatif maximise son utilité intertemporelle. Dans ce type de modélisation néoclassique, tous les agents sont généralement homogènes, la monnaie est absente, les effets de stock sont omis et les ajustements se font intégralement par les prix.

La modélisation SFC, dont le nom apparaît pour la première fois dans la thèse de Dos Santos (2003), a connu un réel succès chez les post- keynésiens et s'est développée rapidement partout dans le monde : Brésil (Claudio Dos Santos, Antonio Carlos Macedo e Silva), France (Edwin Le Héron, Tarik Mouakil, Jacques Mazier et ses nombreux doctorants), Italie (Gennaro Zezza, Antoine Godin), Irlande (Stephen Kinsella), etc.

Si les post-keynésiens apparaissent aujourd'hui comme un groupe hétérogène présentant des influences keynésienne, kaldorienne et kaleckienne notamment, ils s'accordent néanmoins généralement sur cette modélisation stock-flux cohérente initiée par les travaux de Godley et Lavoie (2001-2002)[3]. Ces modèles macroéconomiques de croissance intègrent une dynamique temporelle, les secteurs réel et financier, la cohérence des flux et des stocks qui interagissent, la monnaie endogène, ainsi que des « déséquilibres » (stocks d'invendus, déficit public, déséquilibre extérieur), ce qui autorise un réalisme assez élevé.

Le livre de Godley et Lavoie intitulé *Monetary Economics* (2007a) est la référence fondamentale pour les modèles PK-SFC. Deux études complètes sur l'ensemble des modèles SFC ont été publiées par Eugenio Caverzasi et Antoine Godin (2015), et Michalis Nikiforos et Gennaro Zezza (2017). Enfin, une présentation détaillée des modèles PK-SFC récents a été faite par Edwin Le Héron et Amine Marouane (2015)[4].

2. Les fondements théoriques des modèles PK-SFC

Cette forme de modélisation, qui marque un retour des modèles macroéconomiques théoriques dynamiques, est d'abord et avant tout une méthodologie rigoureuse destinée à éviter la confusion des flux et des stocks, « péché originel » en macroéconomie selon Michał Kalecki, et patente dans de trop nombreux modèles.

Pour les post-keynésiens, l'analyse macroéconomique est depuis trop longtemps en crise, au profit du développement des seuls fondements microéconomiques, qu'ils soient le fait des nouveaux classiques ou des nouveaux keynésiens. Or, même si les développements microéconomiques des années 2010 peuvent se révéler intéressants, ils ne permettent pas de se passer d'une analyse directement globale. Pour les post-keynésiens, l'importance des institutions, des conventions souvent imprégnées de l'idéologie dominante, des processus mimétiques, ou de « l'état de confiance » des agents, justifient que beaucoup de comportements microéconomiques trouvent leur fondement dans des phénomènes macroéconomiques et sociaux.

2.1. L

La modélisation PK-SFC s'appuie sur un certain nombre de principes théoriques fondamentaux.

1. Dans la tradition de Keynes et de Kalecki, le long terme est une suite de courts termes. Les modèles PK-SFC développent un temps historique comme le souhaitait Joan Robinson. La situation économique à long terme dépend donc du sentier de croissance issu des états stables de court terme, contrairement aux modèles néoclassiques avec anticipations rationnelles, où l'équilibre de long terme détermine l'équilibre de court terme et la croissance potentielle. Étant donné l'incertitude radicale qui entoure les événements futurs, il ne faut pas extrapoler l'état stable du modèle à long terme. Les modèles PK-SFC sont des outils utiles pour les court et moyen termes. Le choix entre les variables exogènes et endogènes va donc avoir un impact déterminant sur l'état stationnaire obtenu. La structure théorique du modèle a bien évidemment une influence sur les caractéristiques de l'économie simulée.

2. La monnaie est centrale et endogène. Il n'y a pas de contraintes d'épargne pour le financement. La création monétaire issue des banques peut financer la production, mais également la consommation et la spéculation. Outre cette dimension « flux de la monnaie », la prise en compte des stocks d'actifs financiers et de monnaie permet également d'introduire des choix de portefeuille dans la tradition de Tobin. Ainsi, les dimensions « flux » (motif de financement) et « stock » (motif de spéculation de la préférence pour la liquidité) de la monnaie dans la tradition keynésienne sont toutes deux prises en compte. Il n'y a évidemment pas de neutralité de la monnaie.

3. Un cadre comptable global assure l'intégration et la cohérence des flux et des stocks de tous les secteurs économiques. Il n'y a pas de « trous noirs » ; rien ne disparaît, ni dans l'espace ni dans le temps. Tout flux partant d'un secteur arrive à un autre secteur et modifie également les stocks. L'évolution des flux modifie les stocks et les variables de stock modifient les flux.

4. Les secteurs réels et financiers de l'économie sont intégrés et interagissent. Les décalages temporels entre les flux réels et les flux financiers reprennent de manière cohérente les intuitions de Hyman Minsky quant à l'origine de la fragilité financière[5].

2.2. L

Les modèles PK-SFC sont construits en quatre étapes successives.

Premièrement, on construit les matrices de bilan (stocks) et de transactions (flux) selon les secteurs analysés et les questions qui doivent être traitées. Généralement, cinq secteurs sont étudiés en économie fermée : *entreprise*, *ménage*, *banque commerciale*, *banque centrale*, *gouvernement* ou *administration* ; et le *reste du monde* est ajouté en économie ouverte. Des modèles à plusieurs pays existent et peuvent traiter notamment de la question des taux de change. Un secteur peut être divisé en sous- secteurs, par exemple entre travailleurs et capitalistes pour les ménages. Pour les secteurs *entreprise* et *banque*, il est souvent utile de séparer le compte courant et le compte de capital. L'intérêt des stocks est fondamental, notamment pour le capital physique, les variables financières ou la prise en compte de l'environnement ou d'un marché immobilier.

Deuxièmement, les identités comptables issues de ces matrices sont écrites, respectant les équilibres emplois-ressources de chaque secteur. À chaque colonne de la matrice des flux correspond une identité comptable. On y ajoute les identités de définition.

Troisièmement, on définit les variables exogènes et endogènes du modèle. Toutes les variables endogènes doivent être définies par une équation, soit de comportement, soit comptable. Comme l'avait montré Jan Tinbergen pour ses premiers modèles macroéconomiques, cette méthodologie oblige à disposer d'un système théorique fermé, ce qui n'est pas le cas des écrits théoriques littéraires ouverts comme ceux de Keynes et de Friedrich Hayek. Introduire les chocs ou les hypothèses à tester comme variables exogènes permet des simulations alternatives, donc de mieux définir les conséquences éventuelles d'une décision de politique économique dans un univers complexe. Ainsi, ces modèles dynamiques ne sont en rien de simples modèles du circuit de la comptabilité nationale, mais intègrent des marchés, des comportements, des fonctions de réaction, des politiques économiques, des arbitrages de portefeuille.

Pour que les modèles aient du sens du point de vue de la théorie économique, il faut en général une équation de comportement par secteur. Nous retrouvons, par exemple, une fonction d'investissement pour les entreprises, une fonction de consommation pour les ménages, une fonction de financement monétaire pour les banques commerciales, une fonction de réaction de la banque centrale fixant le taux d'intérêt et une fonction de dépenses publiques pour l'État. Mais pour certains secteurs clés, comme celui des entreprises, plusieurs fonctions de comportement sont souvent nécessaires. Au total, un modèle SFC à cinq secteurs nécessite au minimum une vingtaine d'équations.

Ce cadre comptable et les restrictions qu'impose la cohérence stock-flux retirent plusieurs degrés de liberté aux configurations possibles des structures de paiement au niveau macroéconomique entre secteurs économiques. Contrairement aux tentatives de modélisation SFC néoclassiques, qui échouent à trouver une solution à leurs modèles, parce que les contraintes issues de la résolution instantanée par les prix sont trop fortes, l'approche post-keynésienne fournit de multiples « amortisseurs » qui s'inscrivent dans le temps (déficits publics, stocks d'invendus pour les entreprises, déficit de la balance extérieure, création monétaire). Ces « amortisseurs » facilitent grandement la résolution des modèles PK-SFC.

Quatrièmement, on résout le système avec ($n - 1$) équations afin de trouver un état stable (*steady state*) et convergent. La dernière identité comptable sert de variable de contrôle pour vérifier que le modèle est bien SFC. Il est alors utile de remplacer les valeurs d'origine du modèle par celles de l'état stable trouvé afin d'être sûr que la solution ne dépend pas des valeurs initiales choisies.

Ces modèles de croissance sont dynamiques et déterminent un état stable, où toutes les variables

croissent à un taux constant. Il s'agit d'ailleurs là d'une des principales limites des modèles SFC : dans l'état actuel de la modélisation, il n'y a pas de crise endogène. C'est pourquoi, lorsqu'on réalise les simulations, il est important de faire la différence entre les effets initiaux dus à un choc exogène (dans les premières périodes de la dynamique) et les effets finaux qui peuvent ne pas être significatifs (retour à un état stable).

Les modèles PK-SFC intègrent beaucoup de concepts théoriques issus de Keynes (demande effective), de Kalecki (*mark-up*), de Nicholas Kaldor et plus généralement de la tradition cambridgienne (modèle de croissance et de répartition[6]) associée à la monnaie endogène des post-keynésiens. La tradition minskyenne est également présente, comme dans les travaux post-keynésiens cherchant à analyser la finance et le comportement bancaire.

Même si estimer ou calibrer de tels modèles macroéconomiques pose des questions méthodologiques[7] très sérieuses, comme le souligne notamment Robert Lucas en montrant leur limite[8], ils peuvent être un outil utile à la compréhension de dynamiques complexes comme une crise systémique, notamment par la simulation de divers régimes de régulation et la prise en compte de la monnaie, des actifs financiers et des facteurs environnementaux dont les dynamiques dépendent aussi des stocks. Il est également possible, avec des modèles PK-SFC assez simples et sans doute moins réalistes, de trouver facilement une solution analytique (Taylor, 2004).

3. Le modèle canonique PK-SFC de Godley et Lavoie

Le départ de la modélisation PK-SFC moderne est le fruit de la collaboration entre Godley et Lavoie, qui ont publié en 2001-2002 un premier modèle PK-SFC assez simple. Nous allons le développer comme modèle de référence.

3.1. L

Le modèle de Godley et Lavoie (2001-2002), inspiré du modèle de Kaldor (1966), se compose de trois secteurs : ménages, entreprises et banques.

Les actifs sont le capital fixe, les actions, les dépôts monétaires et les crédits bancaires (tableau 14.1)[9]. Les entreprises sont les seules qui disposent de capital physique (K) et émettent des actions (e) détenues uniquement par les ménages. Ces derniers détiennent aussi les dépôts bancaires, c'est-à-dire la monnaie (M). La valeur nette des banques est par hypothèse nulle, puisque le stock de monnaie dans l'économie est la contrepartie des crédits accordés par les banques aux entreprises ($M_{s} = L_{s}$).

Tableau 14.1. Matrice des stocks du modèle Godley-Lavoie (2001-2002)

	Ménages	*Entreprises*	*Banques*	*Σ*
Monnaie	$+ M_d$		$- M_s$	0
Actions	$+ e_d \times p_e$	$- e_s \times p_e$		0
Capital		$+ K$		$+ K$
Crédits		$- L_d$	$+ L_s$	0
Richesse nette	$+ V_M$	$+ V_E$	0	$+ K$

Le changement de la valeur du stock des actions est égal à la valeur des transactions en actions $\Delta e_d \cdot p_e$ plus les gains en capital ($G = \Delta p_e \cdot e_{d(-1)}$) des actions détenues au début de la période[10] (tableau 14.2).

> La matrice des flux, qui contient à la fois les décisions réelles et leurs conséquences monétaires et financières, est la colonne vertébrale d'une économie monétaire de production que Keynes et ses *disciples*, les post-keynésiens, veulent décrire et développer. (Godley et Lavoie, 2007a, p. 47 ; notre traduction)

L'équilibre global d'un compte de secteur doit être vérifié. Si cet équilibre n'était pas vérifié, le modèle ne serait pas SFC puisque des flux monétaires reçus seraient sans affectation ou des flux monétaires versés sans provenance. Godley et Lavoie divisent les comptes des banques et des entreprises en deux sous-comptes : le compte courant et le compte de capital. Tous les comptes et sous-comptes

doivent être équilibrés et la somme de chaque colonne doit être égale à zéro.

Tableau 14.2. Matrice des flux du modèle Godley-Lavoie (2001-2002) [1]

	Ménages	*Entreprises*		*Banques*		
		courant	*capital*	*courant*	*capital*	∑
Consommation	$-C_d$	$+C_S$				0
Investissement		$+I_S$	$-I_d$			0
Salaires	$+W_S$	$-W_d$				0
Profits nets	$+P^d$	$-(P^u + P^d)$	$+P^u$			0
Intérêts sur crédits		$-i_l \times L_{d(-1)}$		$+i_l \times L_{s(-1)}$		0
Intérêts sur dépôts	$+i_m \times M_{d(-1)}$			$-i_m \times M_{s(-1)}$		0
Δ des crédits			$+\Delta L_d$		$-\Delta L_s$	0
Δ des dépôts	$-\Delta M_d$				$+\Delta M_s$	0
Émission d'actions	$-\Delta e_d \times p_e$		$+\Delta e_s \times p_e$			0
∑	0	0	0	0	0	0

En ce qui concerne les comptes d'opérations, chaque opération est à la fois un emploi et une ressource ; chaque ligne est par conséquent égale à zéro. Les flux sont des flux nets, l'amortissement du capital et le remboursement des crédits bancaires ne sont pas explicites. Les intérêts sur la dette et les dividendes issus des profits accumulés au cours d'une période ne sont payés qu'au début de la période suivante.

Dans ce modèle, les banques ne font aucun profit. L'épargne des ménages correspond à leur revenu non consommé. À la fin de la période, les entreprises vont chercher à récupérer cette épargne en émettant des actions nouvelles. Ce reflux de monnaie correspond au « financement final ». Si les ménages placent la totalité de leur épargne en actions, alors les entreprises peuvent rembourser la totalité de leur crédit, et toute la monnaie est détruite. Dans ce cas, la monnaie n'a de sens qu'au début et durant la période, les banques sont neutres *ex post*. Seule une épargne thésaurisée ou placée en banque peut expliquer la persistance de la monnaie au-delà de la période. La partie thésaurisée par les ménages sous forme de dépôts bancaires (ΔM) est égale au besoin de financement bancaire des entreprises (ΔL).

3.2. L

Le modèle Godley-Lavoie contient douze variables dont :

– trois sont rattachées aux ménages : la consommation (C), les dépôts bancaires (M) et le prix des actions (p_e) ;

– trois correspondent aux banques : le taux d'intérêt sur les dépôts bancaires (i_m) et sur les crédits (i_l), et les crédits (L) ;

– enfin, six variables sont associées aux entreprises : l'investissement (I), les salaires (W), les actions (e), les profits (P), qui peuvent être distribués (P^d) ou pas (P^u), ce qui donne une identité de définition.

Il faut ajouter les cinq identités comptables – de (1) à (5) – issues des cinq colonnes de la matrice (tableau 14.2), dont seulement quatre seront utilisées dans le modèle. La dernière servira de variable de contrôle, suivant ce que l'on appelle la loi de Walras :

(1) $C_d + \Delta M_d + \Delta e_d \cdot p_e \equiv W_S + P_d + i_m \cdot M_{d(-1)}$	(2) $W_d + P^u + P^d + i_l \cdot L_{d(-1)} \equiv C_S + I_S$
(3) $I_d \equiv P^u + \Delta L_d + \Delta e_s \cdot p_e$	(4) $i_l \cdot L_{s(-1)} \equiv i_m \cdot M_{s(-1)}$
(5) $\Delta L_s \equiv \Delta M_s$	$P \equiv P^d + P^u$

3.3. L

Les deux matrices et les identités comptables ne représentent que l'armature du modèle et ne signifient rien de plus que le circuit de la comptabilité matricielle. Il faut ajouter des équations de comportement, afin que chaque variable soit définie et que cette armature devienne un modèle macroéconomique.

Les entreprises

Les entreprises ont quatre décisions essentielles à prendre (Godley et Lavoie, 2007a, p. 283) : le niveau de marge sur les coûts, le niveau de la production, l'investissement et son financement.

Godley et Lavoie supposent, dans ce modèle simplifié et comme dans la plupart des modèles post-keynésiens, que les prix sont déterminés en appliquant une marge fixe sur les coûts directs qui sont uniquement constitués des salaires. Avec p le niveau des prix, w le taux de salaire nominal, ρ le taux de marge, μ la production par unité de travail, N_d la demande de travail et Y le PIB, nous déduisons que :

$$p = (1 + \rho)\, w/\mu \qquad (1)$$
$$N_d = Y/\mu \qquad (2)$$

Par ailleurs, les paramètres ρ et μ sont considérés comme constants, ce qui implique des coûts unitaires et des rendements d'échelle constants. Le taux de salaire est également supposé exogène et la marge reste la même quel que soit le taux d'utilisation de capital. Sous ces hypothèses, le but principal de la fixation des prix est de déterminer la répartition des revenus entre profits et salaires. Pour décider du niveau de la production, les entreprises adaptent l'offre à la demande anticipée.

Le troisième type de décision qui concerne l'investissement est le plus important. Dans ce modèle, Godley et Lavoie utilisent la fonction d'investissement testée empiriquement par Léonce Ndikumana (1999), dans lequel ils présentent une fonction d'investissement de type Kalecki-Steindl-Keynes-Minsky. Dans le modèle de Ndikumana, quatre variables expliquent le taux d'accumulation : le ratio de *cash flow*

(r_{cf}) par rapport au capital, le ratio des paiements d'intérêt par rapport au capital, un ratio (q) de Tobin et le taux de croissance des ventes. Godley et Lavoie utilisent les trois premiers et remplacent la quatrième par le taux d'utilisation de la capacité productive (u).

$$g = \gamma_0 + \gamma_1 \cdot r_{cf(-1)} - \gamma_2 \cdot i_l \cdot l_{(-1)} + \gamma_3 \cdot q_{(-1)} + \gamma_4 \cdot u_{(-1)} \qquad (3)$$

Le taux d'accumulation du capital dépend d'une variable exogène (γ_0) qui représente l'état de confiance des entrepreneurs ou leurs « esprits animaux ». Il dépend aussi positivement du ratio de *cash flow*, qui est le rapport du profit non distribué (P^u) au stock de capital de la période précédente ($r_{cf} = P^u / K_{(-1)}$), et du taux d'utilisation du capital (u), qui est le rapport entre la production et la production de pleine capacité ($u = Y / Y_{fc}$). Le ratio de Tobin est défini comme le rapport de la valeur financière des entreprises (VF) par rapport au capital physique ($q = VF / K$). Ce ratio n'est pas toujours incorporé dans les modèles de croissance hétérodoxes. Kaldor, par exemple, suppose qu'il n'a pas d'effet significatif. Par ailleurs, le taux d'accumulation du capital dépend négativement du taux d'intérêt (i_l) et du levier d'endettement (l), qui est le rapport de la dette (L_d) sur le capital ($l = L_d / K$).

La quatrième décision concerne le financement de l'investissement. Godley et Lavoie supposent que les entreprises empruntent auprès des banques une fois qu'elles ont épuisé leur capacité d'autofinancement et l'émission d'actions nouvelles. Godley et Lavoie (2001-2002), reprenant la formulation de Kaldor (1966), considèrent que les entreprises financent toujours par action un pourcentage constant de leurs dépenses d'investissement (I), indépendamment du prix des actions.

Les profits nets des entreprises (P) sont fonction du taux de marge (ρ) :

$$P = [\rho / (1 + \rho)] \cdot Y \qquad (4)$$

Les banques

Selon le modèle simple de Godley et Lavoie, les banques ne font pas de profit, ce qui signifie que le taux d'intérêt sur les dépôts est égal à celui sur les crédits. L'offre de crédit par les banques est égale à la demande, et cette égalité est interprétée comme représentant l'égalité entre la demande effective de crédit (L_d) et l'offre (L_s)[11]. Cette logique est conforme à la conception horizontaliste de la monnaie endogène[12], où la demande de crédit détermine l'offre, ce qui ne signifie pas qu'il n'y ait pas rationnement du crédit de la part des banques. Les banques ne vont satisfaire que la demande de crédit dite solvable (*creditworthy*). Toutefois, il n'y a pas d'analyse explicite de ce comportement bancaire et des critères de leur choix, contrairement aux modèles d'Edwin Le Héron (2008).

Les ménages

Les ménages décident de la part de leur revenu qui sera consommée, le solde étant épargné. Ils décident ensuite de la répartition de l'épargne détenue, soit sous forme de dépôt bancaire, soit sous forme d'actions. Le modèle utilise une version modifiée du revenu de Robert Haig et Henry Simons, qui le définissaient comme la somme de la consommation et de la variation de la richesse nette de la période. La consommation dépend du revenu courant anticipé des ménages (Y_h^a) et du gain en capital (CG) de la période précédente. Y_h^a dépend du revenu régulier de la période précédente ($Y_{h(-1)}$) et du taux de

croissance de la période précédente ($g_{y(-1)}$).

$$C_d = a_1 \cdot Y_h^a + (a_1/\alpha)\, CG_{(-1)}, \text{ avec } 0 < a_1 < 1 \text{ et } \alpha > 1 \qquad (5)$$

$$Y_h^a = (1 + g_{y(-1)})\, Y_{h(-1)} \qquad (6)$$

$$g_y = \Delta Y_h / Y_{h(-1)} \qquad (7)$$

> L'implication d'une telle fonction de consommation est que les hausses du revenu non anticipées ne sont pas dépensées à la période courante mais sont plutôt épargnées, et ce suivant l'hypothèse du déséquilibre mise en avant par Stephen Marglin (1984) et d'autres auteurs non orthodoxes. Cette épargne non anticipée est entièrement détenue sous la forme de dépôts monétaires supplémentaires, puisque l'allocation de la richesse à l'achat d'actions a déjà été décidée en fonction du revenu anticipé. (Godley et Lavoie, 2001-2002, p. 291 ; notre traduction)

Concernant le choix de portefeuille des ménages, Godley et Lavoie adoptent la même méthodologie que Tobin. Ils supposent que les ménages veulent détenir une proportion λ_0 de leur richesse anticipée (V^a) sous forme d'actions – et par conséquent $(1 - \lambda_0)$ sous forme de dépôt monétaire –, mais cette proportion est modulée par le taux de rendement relatif des dépôts bancaires et des actions, et par la demande de monnaie pour motif de transaction. Les deux fonctions de demande d'actif sont définies comme suit :

$$(p_e \cdot e_d)^a / V^a = \lambda_0 - \lambda_1 \cdot i_m + \lambda_2 \cdot r_{e(-1)} - \lambda_3 (Y_h^a / V^a) \qquad (8)$$

$$M_d^a / V^a = (1 - \lambda_0) + \lambda_1 \cdot i_m - \lambda_2 \cdot r_{e(-1)} + \lambda_3 (Y_h^a / V^a) \qquad (9)$$

Le taux de rendement des actions est défini comme le ratio des dividendes reçus et des gains en capitaux sur la valeur du stock des actions détenues au cours de la période précédente.

$$r_e = (P^d + G) / (p_{e(-1)} \cdot e_{d(-1)}) \qquad (10)$$

Le modèle de Godley et Lavoie est bouclé ; l'identité comptable laissée de côté est celle du marché monétaire interbancaire ($M_d = M_s$). Elle est utilisée pour vérifier que le modèle est bien stock-flux cohérent.

3.4. L

Le calibrage du modèle est nécessaire pour que celui-ci puisse reproduire les faits économiques. La méthodologie des simulations a été décrite par Godley et Lavoie (2007a, p. 297).

On assigne tout d'abord des valeurs aux différents paramètres en utilisant des faits stylisés réalistes. Ensuite, on résout le modèle et on trouve un état stable par un processus d'approximations successives. On remplace alors les valeurs d'origine par celle de l'état stable pour être sûr que les résultats ne dépendent pas des valeurs initiales. On mène alors des expériences en modifiant une par une les variables exogènes et les paramètres significatifs afin de comprendre le fonctionnement du modèle. Cette approche a l'avantage de décrire de façon précise les dynamiques de court terme, mais les résultats sont conditionnés

par les paramètres choisis au début, sans qu'il soit possible de savoir s'il existe d'autres états stables.

Ce premier modèle de Godley et Lavoie marquera le départ des modèles PK-SFC contemporains, attirant de nombreux chercheurs sur ce programme de recherche.

4. Les principaux apports à la modélisation PK-SFC contemporaine

La modélisation PK-SFC constitue un cadre méthodologique général dans lequel tous les développements post-keynésiens peuvent être ajoutés et intégrés : monnaie endogène, dépendance au sentier, approche kaleckienne et kaldorienne de la croissance et de la répartition des revenus, approche minskyenne de l'instabilité financière, etc. Nous allons étudier quelques travaux qui ont ouvert la voie à des modèles PK-SFC plus complexes.

4.1. M

Le modèle très simple de Godley et Lavoie (2001-2002) ne tenait compte ni du secteur public ni de la banque centrale, inconvénient majeur pour l'analyse des politiques économiques.

Dos Santos et Zezza (2004) l'étendent à cinq secteurs en introduisant la banque centrale et le gouvernement, prenant ainsi en compte la base monétaire, le taux d'intérêt de la banque centrale différent des taux bancaires, les dépenses publiques avec un possible déficit public et les bons du Trésor en plus des actifs déjà mentionnés. Ils prennent également en compte l'inflation, en faisant la distinction entre grandeurs réelles et nominales, et le profit bancaire versé aux ménages. Ainsi, les politiques budgétaires et monétaires peuvent être étudiées. Les dépenses publiques augmentent en fonction du taux de croissance anticipé de l'économie, ce qui peut produire un léger effet contracyclique. Le taux d'intérêt exogène de la banque centrale permet de simuler des chocs de politique monétaire.

Le modèle à cinq secteurs deviendra rapidement la référence.

4.2. M

Le Héron a construit des modèles (Le Héron et Mouakil, 2008) prenant explicitement en compte le comportement des banques commerciales, ce qui permet d'expliquer un éventuel rationnement du financement. Ainsi, la monnaie est endogène par la demande (demande effective), mais également par l'offre (comportement des banques).

Chez les horizontalistes post-keynésiens[13], les banques commerciales sont accommodantes et l'offre de monnaie des banques est intégrée à la demande dite solvable. Le Héron concilie le motif de financement (monnaie-flux) et la préférence pour la liquidité (monnaie-stock) en généralisant la préférence pour la liquidité à la fois aux entreprises, expliquant leur structure de financement, au travers du risque de l'emprunteur, et aux banques commerciales, au travers du risque du prêteur (LR). L'offre des banques (ΔF) peut être inférieure à la demande de financement désirée des entreprises (ΔF_D)[14]. Le comportement des banques, par leur anticipation de la solvabilité des entreprises, peut donc être une explication supplémentaire au chômage. Le risque du prêteur intègre un levier d'endettement (lev : crédits à taux variables + obligations à taux fixe + titres du marché monétaire sur capital) comparé à un levier conventionnel acceptable (lev_c), un ratio de Tobin (q) et le taux d'intérêt de la politique monétaire (i_{cb}).

$$\Delta F = \Delta F_D \cdot (1 - LR), \text{ avec } 0 \leq LR \leq 1 \quad (11)$$

$$LR = a_1\,(lev_{(-1)} - lev_c) - (b_1 \cdot q_{(-1)}) + (c_1 \cdot i_{cb}) \quad (12)$$

Un second apport (Le Héron et Mouakil, 2008) a été d'intégrer l'amortissement de la dette. Ainsi, en cas de fort rationnement, seule la monnaie correspondant aux engagements anciennement acceptés continue de circuler, diminuant à chaque période du montant de l'amortissement de la dette. La masse monétaire peut donc décroître. Enfin, le taux d'intérêt à long terme intègre le risque du prêteur des banques commerciales. La structure des taux d'intérêt par terme est donc en partie endogène.

4.3. M

Tarik Mouakil (2006) propose une relecture de l'hypothèse d'instabilité financière de Minsky en abandonnant l'hypothèse de la procyclicité du levier d'endettement. Il développe deux nouveaux indicateurs de fragilité financière intégrant explicitement l'amortissement de la dette et rendant mieux compte de la taxinomie *hedge-speculative-Ponzi*. Rappelons qu'un financement est couvert (*hedge*) lorsque les profits permettent de rembourser le capital de la dette (principal) et les intérêts courants ; il devient spéculatif quand les profits ne couvrent que le flux des intérêts ; enfin, il devient Ponzi lorsque les profits ne couvrent ni les intérêts ni le capital. Mouakil introduit le *ratio de couverture des charges d'intérêt* pour la fragilité du financement « spéculatif-Ponzi » et le *ratio de couverture des charges financières* (intérêts et principal) pour la fragilité du financement « en couverture / spéculatif ». Enfin, il endogénéise l'amortissement de la dette pour rendre compte de l'hypothèse minskyenne selon laquelle l'endettement à court terme devient un véritable « mode de vie » dans les périodes de boom économique.

Il est ainsi possible d'intégrer les décalages dans le temps de l'investissement, de l'endettement et du remboursement des entrepreneurs. Nous nous endettons pour investir en fonction des anticipations sur le futur, mais nous remboursons la dette contractée selon nos anticipations de profits d'hier, dans un cadre où la capacité de remboursement est fonction des dépenses d'aujourd'hui. Un décalage entre l'optimisme d'hier et le pessimisme d'aujourd'hui peut provoquer une crise financière, en raison d'un excès d'endettement sur les capacités de remboursement.

Dans le cadre de la théorie de la régulation, Mickaël Clévenot (2006) explicite l'émergence du mode de régulation fondé sur la financiarisation de l'économie développé aux États-Unis à la fin des années 1970 et son application en France. Zezza (2008) ajoute le marché immobilier pour expliquer la crise des *subprimes*. L'introduction des indices de confiance comme moyen de traiter les anticipations et la prise en compte endogène des risques du prêteur et de l'emprunteur est une voie initiée par Le Héron (2011). D'autres, comme Godin, développent la financiarisation avec un système bancaire traditionnel doublé d'un système de *shadow banking*. Ainsi, les modèles PK-SFC sont adaptés à la compréhension de la crise financière de 2007-2008.

4.4. M

Après avoir développé les modèles PK-SFC en économie ouverte et change fixe, Godley et Lavoie (2007a ; 2007b) endogénéisent le taux de change en adoptant un modèle à trois pays dont deux partagent la

même monnaie, l'euro. Cela leur permet d'analyser la conduite de la politique économique de la « zone euro » vis-à-vis du reste du monde en dollars, avec le taux de change flottant entre l'euro et le dollar. Un des résultats de leur modèle est que, si un pays de la zone euro (l'Allemagne) réussit à exporter davantage dans le reste du monde, cela aura pour effet de créer un déficit commercial et un déficit budgétaire dans l'autre pays de la zone euro, même si tous les paramètres de comportement de cet autre pays restent à l'identique.

Marc Lavoie et Jun Zhao (2010) ont complété ce modèle à trois pays et trois monnaies (Chine, États-Unis et Europe), dont chacun contient cinq secteurs. L'Europe est en régime de change flexible avec les États-Unis et la Chine. La Chine est en régime de change fixe avec les États-Unis. Les auteurs étudient l'impact de la diversification des réserves de change de la Chine sur l'Europe. Les simulations montrent que, à la suite de la diversification des réserves de change de la Chine, l'euro va s'apprécier brusquement face au dollar et au yuan pour ensuite revenir à une valeur moindre, mais qui reste supérieure au taux de change de départ. Seuls la Chine et les États-Unis bénéficient de la diversification.

Jacques Mazier et Gnanonobodom Tiou-Tagba Aliti (2012) ont construit un modèle PK-SFC à trois pays (Europe, États-Unis et Chine) afin d'étudier les ajustements macroéconomiques au niveau mondial. Ils intègrent les prix et analysent le régime de change sous des pressions inflationnistes. Deux types d'actifs sont pris en compte dans chaque pays, les dépôts bancaires et les bons du Trésor, émis par chaque gouvernement et détenus par les ménages et le secteur bancaire de chaque pays. Les entreprises accumulent du capital fixe et financent leur investissement par les profits et les crédits bancaires. La part des salaires et les prix sont considérés comme constants, les ajustements mondiaux sont réalisés à la fois par les revenus et les taux de change. Trois versions du modèle sont développées : la première suppose que le dollar et l'euro sont en régime de change flottant et que la parité yuan-dollar est fixe ; la deuxième que la parité yuan-dollar est flottante ou administrée par la banque centrale de la Chine ; la troisième version abandonne l'hypothèse des prix fixes.

Le modèle décrit comment les différentes parties de l'économie mondiale réagissent aux chocs de demande (baisse de la demande intérieure) ou aux chocs d'offre (baisse de la productivité), ainsi que l'impact d'un changement dans le comportement des réserves de change de la banque centrale chinoise au profit des bons du Trésor européens. Face à ces chocs, la fixité de la parité du yuan permet d'aggraver les déséquilibres mondiaux, au profit de la Chine et au détriment des États-Unis et de l'Europe. En revanche, la flexibilité de la parité dollar-yuan apparaît comme un mécanisme d'ajustement efficace pour réduire les déséquilibres. Le modèle avec prix flexibles confirme les résultats des deux modèles avec prix fixes. La flexibilité des prix permet d'atténuer les résultats obtenus par Lavoie et Zhao (2010).

4.5. M

Afin d'étudier les dynamiques de prix entre secteurs industriels, Jordan Melmiès (2011) a construit un modèle macroéconomique avec trois secteurs productifs : biens de consommation, biens d'investissement et biens intermédiaires, qui servent d'input au secteur des biens de consommation. Le modèle incorpore un mécanisme de report de la « contrainte prix » sur le prix que le secteur des biens de consommation paie pour obtenir l'input : lorsque le taux d'autofinancement du secteur des biens de consommation est inférieur à un taux cible, ce secteur baisse le prix exigé pour l'input, et inversement.

Il y a un rationnement du financement bancaire, mais qui est discriminant selon le type de firmes : les banques sont plus enclines à prêter aux grandes firmes du secteur des biens de consommation qu'aux

petites firmes sous-traitantes, ce qui aggrave la dépendance des petites firmes vis-à-vis des donneurs d'ordre.

Sebastian Valdecantos (2015) a intégré des matrices input-output à la Wassily Leontief pour développer une analyse de l'offre en complément de l'analyse keynésienne par la demande. De nombreux modèles reprennent la démarche de Kalecki en séparant les ménages en travailleurs et capitalistes, ce qui permet d'étudier la problématique de la répartition.

4.6. M

Les modèles PK-SFC ont été conçus pour les pays développés. Amine Marouane (2013) a construit un modèle SFC appliqué à l'économie tunisienne, en modélisant une petite économie émergente ouverte sur une zone économique beaucoup plus grosse : l'Union européenne. Quatre variables sont examinées : la réaction des politiques monétaires et budgétaires, le taux de change, la croissance de la zone euro et la confiance des entrepreneurs face aux chocs politiques, « printemps arabe » de 2011 ou attentats terroristes. Il constate que la confiance est une variable essentielle dans les économies comme la Tunisie, qui sont très dépendantes de la perception économique du reste du monde. Edwin Le Héron et Nicolas Yol (2017) ont appliqué ce type de modèle à la question des transferts de fonds des travailleurs émigrés de Moldavie, ces transferts de fonds assurant 25 % du PIB moldave.

Conclusion

La modélisation PK-SFC est un outil souple, déjà très complet, qui a connu et connaîtra encore de très nombreux développements théoriques présentant des efforts croissants de calibrage et d'estimation statistiques des économies réelles. Elle constitue pour les post-keynésiens un instrument exceptionnel afin de modéliser un cadre macroéconomique complet et complexe. La dimension « stock » ouvre la voie à la prise en compte des marchés financiers, des ressources naturelles, de l'environnement et d'une croissance stable et durable.

Enfin, un nouvel axe de recherche émerge, notamment sous l'impulsion de Joseph Stiglitz. Il consiste en la combinaison du cadre macroéconomique SFC avec les fondements microéconomiques des modèles *agent-based* (ABM)[15], c'est-à-dire de modèles intégrant un très grand nombre d'agents hétérogènes. Si les modèles SFC imposent un cadre macroéconomique aux agents économiques (démarche *top-down*), les propriétés d'un modèle à base d'agents émergent des comportements microéconomiques (démarche *bottom-up*). Les modèles SFC-ABM offrent un nouveau cadre d'analyse plus complexe que les modèles standards, en intégrant des raisonnements microéconomiques dans les modèles macroéconomiques, ainsi que les phénomènes d'apprentissage des agents. Ils peuvent permettre d'expliquer une crise économique de manière endogène.

Références bibliographiques

Brainard, W. C., et Tobin, J. (1968), « Pitfalls in Financial Model Building », *American Economic Review*, vol. 58, nº 2, p. 99-122.

Caverzasi, E., et Godin, A. (2015), « Post-Keynesian Stock-Flow Consistent Modelling : A Survey », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 39, nº 1, p. 157-187.

Clévenot, M. (2006), *Financiarisation, régime d'accumulation et mode de régulation*, thèse, Université Paris 13.

Dos Santos, C. (2003), *Three Essays on Stock-Flow Consistent Macroeconomic Modeling*, thèse, The New School for Social Research.

Dos Santos, C., et Zezza, G. (2004), « A Post-Keynesian Stock-Flow Consistent Macroeconomic Growth Model : Preliminary Results », The Levy Economics Institute, document de travail nº 402.

Godley, W., et Cripps, F. (1983), *Macroeconomics*, Oxford, Oxford University Press.

Godley, W., et Lavoie, M. (2001-2002), « Kaleckian Models of Growth in a Coherent Stock and Flow Monetary Framework : A Kaldorian View », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 24, nº 2, p. 277-312.

Godley, W., et Lavoie, M. (2007a), *Monetary Economics : An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, Londres, Palgrave Macmillan.

Godley, W., et Lavoie, M. (2007b), « A Three-Country Model with Comprehensive Accounting : Euroland and the USA », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 31, nº 1, p. 1-24.

Kaldor, N. (1966), « Marginal Productivity and the Macro-Economic Theories of Distribution », *Review of Economic Studies*, vol. 33, nº 4, p. 309-319.

Keen, S. (2011), « A Dynamic Monetary Multi-Sectorial Model of Production », DebtDeflation.com, 16 mai.

Lavoie, M. (2014), *Post-Keynesian Economics : New Foundations*, Cheltenham, Edward Elgar.

Lavoie, M., et Zhao, J. (2010), « A Study of the Diversification of China's Foreign Reserves within a Three-Country Stock-Flow Consistent Model », *Metroeconomica*, vol. 61, nº 3, p. 558-592.

Le Héron, E. (2008), « Fiscal and Monetary Policies in a Keynesian Stock-Flow Consistent Model », dans J. Creel et M. Sawyer (dir.), *Current Thinking on Fiscal Policy*, Londres, Palgrave Macmillan, p. 145-175.

Le Héron, E. (2011), « Confidence and Financial Crisis in a Post-Keynesian Stock-Flow Consistent Model », *European Journal of Economics and Economic Policies : Intervention*, vol. 8, nº 2, p. 361-388.

Le Héron, E., et Marouane, A. (2015), « Une histoire de la modélisation post keynésienne stock-flux cohérente contemporaine », *Cahiers du GREThA*, nº 15.

Le Héron, E., et Mouakil, T. (2008), « A Post-Keynesian Stock-Flow Consistent Model for the Dynamic Analysis of Monetary Policy Shock on Banking Behavior », *Metroeconomica*, vol. 59, nº 3, p. 405-440.

Le Héron, E., et Yol., N. (2017), « A SFC Modeling of Moldova with Remittances Flows », 21st FMM

Conference, Berlin, 9-11 novembre ; une version préparatoire du texte est disponible sur Boeckler.de.

Marglin, S. A. (1984), *Growth, Distribution and Prices*, Cambridge (Mass.), Harvard University Press.

Marouane, A. (2013), *Modélisation stock-flux de l'économie tunisienne : analyse des chocs de la crise économique et de la révolution*, thèse, Université Bordeaux 4-Université de Sfax.

Mazier, J., et Tiou-Tagba Aliti, G. (2012), « World Imbalances and Macroeconomic Adjustments : A Three-Country Stock-Flow Consistent Model with Fixed or Flexible Prices », *Metroeconomica*, vol. 63, nº 2, p. 358-392.

Melmiès, J. (2011), *Prix, marges et accumulation : une théorie dynamique de la concurrence*, thèse, Université Lille 1.

Mouakil, T. (2006), *Instabilité financière et méthode stock-flux : analyse critique de l'hypothèse de Minsky*, thèse, Université Bordeaux 4.

Ndikumana, L. (1999), « Debt Service, Financing Constraints, and Fixed Investment : Evidence from Panel Data », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 21, nº 3, p. 455-478.

Nikiforos, M., et Zezza, G. (2017), « Stock-Flow Consistent Macroeconomic Models : A Survey », The Levy Economics Institute, document de travail nº 891.

Skott, P. (1989), « Effective Demand, Class Struggle and Cyclical Growth », *International Economic Review*, vol. 30, nº 1, p. 231-247.

Stone, R., et Brown, A. (1962), *A Computable Model of Economic Growth*, Londres, Chapman & Hall.

Taylor, L. (2004), *Reconstructing Macroeconomics : Structuralist Proposals and Critiques of the Mainstream*, Cambridge (Mass.), Harvard University Press.

Valdecantos, S. (2015), *Topics on Open Economy Macroeconomics, a Stock-Flow Consistent Approach*, thèse, Université Paris 13.

Zezza, G. (2008), « U.S. Growth, the Housing Market, and the Distribution of Income », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 30, nº 3, p. 375-402.

---

1. Les colonnes de la matrice des flux représentent les comptes des secteurs, alors que les lignes représentent les comptes d'opérations, comme dans un tableau économique d'ensemble (TEE) de la comptabilité nationale. Au niveau des comptes de secteur, chaque flux monétaire reçu prend un signe positif, tandis qu'un flux monétaire versé prend un signe négatif.

2. Le modèle IS-LM a été développé par John Hicks en 1937 à partir de sa lecture de la *Théorie générale* de Keynes. Ce modèle, désigné comme étant le fruit d'« une synthèse » avec les néoclassiques, est rejeté par les post-keynésiens. « IS » correspond à l'équilibre des biens et services à travers deux équations : investissement et épargne. « LM » correspond à l'équilibre du marché de la monnaie avec une offre de monnaie exogène et une demande de monnaie endogène (motif de transaction, de précaution et de spéculation). L'équilibre économique du PIB et du taux d'intérêt (Y^*, r^*) se trouve à l'intersection de *IS* et de *LM*. Les keynésiens de la synthèse donnent une très grande importance au taux d'intérêt et croient à l'efficacité de la politique monétaire.

3. « La méthode proposée ici est conçue pour montrer qu'il est possible de construire une économie hétérodoxe avec des fondements alternatifs qui sont plus solides que ceux du courant dominant. » (Godley et Lavoie, 2007a, p. 150 ; notre traduction)

4. Cf. également le site de Gennaro Zezza, SFC-Models.net.

5. Voir chapitre 5.

6. Voir chapitre 11.

7. Pour un examen des différentes solutions de résolution, cf. Caverzasi et Godin (2015).

8. Lucas pense que les modèles macroéconométriques keynésiens ne sont bons que pour la prévision et non pour tester les politiques économiques puisque les agents économiques modifient leurs anticipations et leur comportement lorsque des politiques économiques sont menées (critique de Lucas).

9. Dans la matrice des stocks, chaque colonne représente le bilan d'un secteur donné et chaque ligne représente une catégorie d'actifs. Les actifs ont un signe positif tandis que les passifs prennent un signe négatif. La dernière ligne de la matrice représente la richesse nette du secteur (notée V), qui est égale à la différence entre l'actif et le passif. Les indices « s » et « d » ont été ajoutés à des variables pour indiquer l'offre et la demande. Cette distinction sera abandonnée dans les modèles ultérieurs de Godley et Lavoie puisqu'elle n'a pas vraiment d'intérêt. Cette notation n'est pas utile dans ce modèle puisque le seul marché qui a une offre et une demande distinctes est celui des actions. Même sur ce marché, on peut se passer des notations s et d puisque l'offre porte sur le nombre d'actions e, tandis que la demande porte sur le montant monétaire des actions $e \cdot p_e$.

10. On ajoute (– 1) à une variable pour signifier qu'elle est prise à la période précédente. L'indice (a) représente la valeur anticipée.

11. L'expression « effective » de la demande de crédit, ou *creditworthy*, pour désigner la demande des clients solvables est utilisée par des auteurs comme Basil Moore, Marc Lavoie ou Murray Wolfson. Cf. Lavoie (2014, p. 245-250).

12. Voir le chapitre 9.

13. Voir chapitre 9.

14. Si le risque du prêteur est nul ($LR = 0$), nous retrouvons le cas horizontaliste strict avec une offre satisfaisant toute la demande des entreprises.

15. Voir chapitre 15.

CHAPITRE 15

Modèles macroéconomiques à base d’agents multiples

Pascal Seppecher

Les modèles à base d'agents multiples (ABM, pour *agent-based models*) sont des modèles informatiques macroscopiques peuplés d'un grand nombre de modèles individuels. Dans ces modèles, les relations entre grandeurs agrégées ne sont pas postulées : elles « émergent » du système complexe formé par les interactions des agents individuels qui les peuplent. Si cette approche de la modélisation est à présent considérée comme une technique pertinente dans des disciplines aussi différentes que la géographie, la logistique ou l'immunologie, ses méthodes restent encore un objet d'étonnement parmi les économistes, y compris hétérodoxes.

C'est pourtant dans le champ de la macroéconomie, au cours des années 1960, qu'ont été posées les bases de cette approche (section 1). Longtemps marginale, elle connaît depuis quelques années des succès croissants, surtout depuis le développement d'ABM respectant la cohérence des stocks et des flux (SFC) (section 2). Pour inattendue qu'elle puisse paraître, cette rencontre entre une approche centrée sur les individus et une méthodologie issue d'une macroéconomie post- keynésienne volontiers organiciste répond à des nécessités logiques et scientifiques (section 3). Pour autant, le chercheur qui souhaiterait s'y engager doit être conscient des exigences spécifiques à cette approche (section 4). En conclusion, nous défendons l'idée selon laquelle la combinaison de la cohérence des stocks et des flux et de la multiplicité des agents est une opération essentielle au renouveau de la modélisation macroéconomique.

1. Les origines

Pas moins d'un demi-siècle sépare la première description d'un modèle à base d'agents multiples de l'émergence des ABM en tant qu'approche reconnue en sciences économiques. Revenons rapidement sur les éléments constitutifs de ce modèle.

1.1. L

C'est un économètre qui a, le premier, énoncé des principes de la modélisation à base d'agents multiples et c'est à la modélisation de systèmes économiques complets qu'il a, le premier, tenté de les appliquer (Orcutt, 1957). Le point de départ d'Orcutt est la critique des modèles macroéconomiques existants à son époque, qu'il juge incapables de fournir des prédictions satisfaisantes. Il constate que ces modèles n'intègrent pas de façon réaliste les comportements des agents économiques, ce qu'il explique par la difficulté de construire un comportement agrégé sur la base de comportements individuels, à moins de procéder à des simplifications radicales.

Pour Orcutt, la puissance de calcul offerte par les ordinateurs qui viennent alors de faire leur apparition permet de modéliser directement chacun des agents individuels composant le système cible. Selon lui, chaque agent doit être modélisé comme une sorte d'unité input-output qui interagit avec ses semblables : l'input d'une unité peut être soit l'output d'une autre unité, soit un produit de l'environnement commun. La description du modèle envisagé évoque une sorte de système d'interdépendance générale très complexe, non seulement par le nombre de ses composants mais aussi parce que chaque composant est conçu comme un agent autonome (*small decision-making unit*).

Orcutt explique comment les modèles de ce type solutionnent le problème de l'agrégation : il n'est plus nécessaire de supposer la moindre relation entre grandeurs agrégées ; toutes les interactions se jouent au niveau individuel et les données macroéconomiques sont obtenues par simple sommation comptable des données individuelles, exactement comme cela se passe dans le monde réel.

1.2. L

Parallèlement, les chercheurs du Carnegie Institute of Technology se sont engagés dans un programme de travail très proche. Pour eux, l'outil informatique permet la construction de modèles dynamiques et complexes. Les langages de programmation informatiques, par nature séquentiels, constituent le « langage théorique naturel » pour la description des processus microéconomiques (Cyert et March, 1963, p. 125). Réunis autour de Herbert Simon, ces chercheurs élaborent une théorie comportementale de la rationalité limitée et procédurale, inspirée à la fois par la psychologie et la cybernétique, à laquelle se référeront toutes les critiques subséquentes de l'*homo economicus* néoclassique. Pourtant, au sein de ce groupe, seul Kalman Cohen (1960) semble avoir saisi que la théorie comportementale de la firme constitue le point d'appui sur lequel il est possible de construire des modèles macroéconomiques dont la dynamique agrégée résulte des interactions d'un grand nombre de modèles microéconomiques.

1.3. U

Malgré leur caractère visionnaire, il faudra attendre de nombreuses années avant que les intuitions d'Orcutt et de Cohen ne se traduisent par l'émergence des ACE (*agent-based computational economics*) et autres ABM : les ordinateurs de l'époque étaient trop peu puissants, leur accès difficile, les langages de programmation trop rudimentaires pour que les modèles très complexes imaginés par Orcutt et Cohen puissent être réalisés avec succès. Ce n'est qu'avec la révolution des nouvelles technologies de l'information et de la communication dans les années 1990 que seront mises en place les bases matérielles du développement des modèles multi-agents.

En attendant, de nombreuses avancées viennent préparer le terrain d'un point de vue théorique. Parmi les plus notables, citons le modèle de ségrégation spatiale de Thomas Schelling (1969) ; la modélisation de processus d'apprentissage au moyen d'algorithmes génétiques (Arifovic, 1994) ; les marchés financiers artificiels (Arthur *et al.*, 1996). Parallèlement, le développement des systèmes multi-agents – paradigme informatique issu de l'intelligence artificielle distribuée dont les applications sont très diverses – conforte le courant naissant des ABM en le plaçant au sein d'un mouvement technique et scientifique plus large et plus puissant.

2. La crise de 2007-2008 et les premiers modèles AB-SFC

La place manque pour rendre compte de chacun des nouveaux ABM qui apparaissent au cours de la décennie suivante. Cependant, ce tout jeune courant peine à trouver sa place entre un *mainstream* suffisant et une hétérodoxie souvent méfiante vis-à-vis des approches micro-fondées de la macroéconomie. Comme le souligne Thomas Kuhn, « il en est des sciences comme de l'industrie – le renouvellement des outils est un luxe qui doit être réservé aux circonstances qui l'exigent » (1962, p. 113 ; notre traduction).

2.1. L

Si, au début des années 2000, les tenants d'une macroéconomie dont les fondements microéconomiques sont constitués par un agent représentatif avec anticipations rationnelles peuvent encore fanfaronner, l'éclatement de la crise économique et financière vient brutalement balayer leurs certitudes[1]. Pour les partisans des ABM, cette faillite du *mainstream* ouvre la voie à un renouveau théorique dont la macroéconomie à base d'agents multiples constituera le « nouveau paradigme » (Delli Gatti, Gaffeo et Gallegati, 2010).

Selon cette approche, les économies de marché forment des « systèmes complexes », c'est-à-dire, selon la définition de Simon, un système « composé d'un grand nombre de parties qui interagissent de façon non triviale » (1962, p. 468 ; notre traduction). Le comportement d'un tel système, au niveau agrégé, présente des traits qui ne sauraient être simplement expliqués par les propriétés des parties qui le composent, prises isolément : on parle alors de « phénomènes émergents ». La compréhension de tels phénomènes passe par leur reconstruction au moyen de modèles eux-mêmes complexes : les modèles multi-agents.

2.2. L'

Au même moment apparaît un nouveau type de modèles qui combinent cohérence des stocks et des flux[2] et multiplicité des agents (modèles AB-SFC). Selon Eugenio Caverzasi et Antoine Godin (2015), les modèles présentés par Silvano Cincotti, Marco Raberto et Andrea Teglio (2010), par Stephen Kinsella, Matthias Greiff et Edward Nell (2011), et par Pascal Seppecher (2012) constituent les premiers exemples connus de modèles macroéconomiques combinant explicitement ces deux principes. Cependant, selon Gérard Ballot, Antoine Mandel et Annick Vignes (2015), les bases de cette approche se trouvent déjà chez Barbara Bergmann (1974).

Charlotte Bruun (1999) manifeste la même exigence de cohérence lorsqu'elle présente la première tentative de construction d'un modèle multi-agents d'une économie monétaire de production. Selon l'auteure, cette cohérence est la condition indispensable d'un processus d'agrégation rigoureux. Cette intuition ne trouvera guère d'échos en l'absence d'une méthodologie adéquate. C'est dans le courant post-keynésien, en particulier avec les travaux de Marc Lavoie et Wynne Godley (2007), qu'apparaissent les premiers modèles dits stock-flux cohérents, basés sur une comptabilité en partie quadruple. Bien que peuplés d'agents représentatifs sectoriels, ces modèles vont fournir le cadre comptable qui manquait aux premiers modèles macroéconomiques multi-agents.

2.3. L'

Dans le modèle « Eurace » (Cincotti, Raberto et Teglio, 2010), la monnaie est endogène et la règle de la cohérence des stocks et des flux est affirmée comme le moyen de valider le modèle au niveau agrégé, sans toutefois que les matrices correspondantes soient fournies. Kinsella, Greiff et Nell (2011), en revanche, exposent la structure de leur modèle au moyen d'une matrice de comptabilité sociale dont la somme de chaque ligne et de chaque colonne est nulle, se plaçant explicitement dans le cadre méthodologique défini par Godley et Lavoie (2007).

Le modèle « Jamel » (Seppecher, 2011) est ouvertement post- keynésien, reposant sur trois hypothèses essentielles :

– économie monétaire de production : la production prend du temps, et les entreprises ont besoin de finance pour la mettre en œuvre ;

– monnaie endogène : la monnaie est créée par le crédit bancaire aux entreprises pour le financement de la production ;

– économie d'entrepreneurs : le but des entreprises est de faire des profits, et ce profit est monétaire.

La cohérence du modèle est vérifiée à chaque période au moyen de matrices de comptabilité sociale dans lesquelles la valeur des stocks des entreprises est égale à la richesse nette des ménages. Ce modèle est utilisé pour montrer comment une flexibilité accrue des salaires entraîne l'économie simulée dans une spirale déflationniste (Seppecher, 2012) et pour étudier le rôle déterminant de la durée de rotation du capital circulant dans le rapport salaires-profits (Seppecher, 2014).

2.4. T

Sans surprise, l'hypothèse d'instabilité financière de Minsky[3] constitue une source d'inspiration essentielle pour les auteurs de modèles AB-SFC. En effet, pour Hyman Minsky (1996), la structure d'une économie monétaire est constituée d'une multiplicité de bilans comptables interdépendants. Face à la difficulté de reproduire cette structure et ses conséquences dynamiques à l'aide des outils de modélisation classiques, la modélisation AB-SFC constitue une alternative prometteuse. Ainsi, Luca Riccetti, Alberto Russo et Mauro Gallegati (2015), Corrado Di Guilmi et Laura Carvalho (2015), ainsi que Pascal Seppecher, Isabelle Salle et Dany Lang (2018), présentent différents modèles centrés sur l'étude des dynamiques d'endettement et de désendettement, leurs interactions avec le cycle des affaires et l'émergence de crises endogènes.

Dans le modèle de Tiziana Assenza, Domenico Delli Gatti et Jakob Grazzini (2015) – un modèle qui comporte deux secteurs industriels, l'un produisant des biens de consommation, l'autre des biens capitaux –, l'irruption de crises endogènes s'explique par les effets croisés des interdépendances industrielles et du comportement adaptatif des entreprises. Interdépendances industrielles, comportements d'ajustement et stricte cohérence des stocks et des flux caractérisent aussi le modèle de Hendrik Hagedorn (2015), dont l'inspiration principalement autrichienne est complétée par des emprunts assumés à la pensée post-keynésienne. Seppecher, Salle et Lavoie (2018) présentent un modèle dans lequel la production est répartie entre trois secteurs industriels interdépendants (biens de consommation, biens intermédiaires, biens d'investissement). En combinant dans leur modèle influences post-keynésiennes, évolutionnistes et sraffaïennes, ils montrent comment l'approche AB-SFC permet de « réactiver le dialogue et les échanges entre des écoles de pensée parallèles et concurrentes, et contribue ainsi à

l'émergence d'un nouveau paradigme (macro)économique » (Seppecher, Salle et Lavoie, 2018 ; notre traduction).

3. Une rencontre inattendue

Cette convergence entre l'approche ABM, souvent perçue comme atomiciste, et l'approche SFC d'inspiration post-keynésienne, plutôt perçue comme holiste, peut surprendre. Ce rapprochement répond toutefois à des nécessités logiques et scientifiques.

3.1. H

À première vue, tout paraît opposer l'approche ABM, centrée sur les individus et leurs interactions, à l'approche SFC, méthodologie issue d'une macroéconomie post-keynésienne volontiers organiciste. Pourtant, la description que Joan Robinson donne du modèle causal d'une économie capitaliste pourrait être celle d'un ABM :

> Pour construire un modèle causal, nous devons partir non pas de relations d'équilibre mais des règles et des motifs qui gouvernent le comportement humain […]. Notre modèle décrit un système dans lequel la production est organisée par des firmes individuelles et la consommation par des ménages individuels, interagissant les uns avec les autres sans aucun contrôle supérieur. (1962, p. 34 ; notre traduction).

C'est précisément cette décentralisation radicale, caractéristique des économies de marché, que l'approche multi-agents se propose de restituer. Pour autant, dans un ABM, les règles d'interaction forment une structure qui s'impose aux agents, quelle que soit l'autonomie qui leur est accordée. Si les partisans de l'approche multi-agents tendent à adopter le cadre SFC pour leurs modèles macroéconomiques, c'est parce qu'ils ont conscience de l'importance d'une structure réaliste pour les interactions monétaires : l'individu n'est donc pas tout.

3.2. M

Le nombre d'agents n'est cependant pas la seule différence entre un modèle SFC classique et un modèle AB-SFC : tandis qu'un modèle SFC standard prend la forme d'un système d'équations simultanées, le fonctionnement d'un ABM (même SFC) est strictement séquentiel (Orcutt, 1957, p. 119). Que recouvre cette différence ? À notre avis, cette résolution d'équations qui vient à chaque période assurer le bouclage des modèles SFC classiques correspond à la nécessité de concilier, d'une façon ou d'une autre, les décisions pas nécessairement cohérentes des différents groupes d'agents, par exemple des acheteurs et des vendeurs sur le marché des biens. En effet, il faut bien que les achats soient égaux aux ventes pour que le modèle soit cohérent ; la résolution d'équations vient assurer cette cohérence, quel que soit le type d'ajustement choisi – par les prix, par la production ou par les stocks (cf. Godley et Lavoie, 2007, p. 63-65). Autrement dit, la résolution d'équations dans les modèles SFC classiques tient lieu des mécanismes de marché.

En revanche, dans les ABM (SFC ou non), les marchés peuvent être modélisés explicitement, comme

l'ensemble des mécanismes permettant à des agents individuels d'entrer en interaction pour nouer des relations commerciales directes. Que ces mécanismes soient stylisés ou hyper-détaillés, ils permettent d'intégrer les phénomènes de concurrence de façon beaucoup plus fine et réaliste que ne peuvent le faire les modèles SFC classiques, dans lesquels chaque secteur est représenté par un agent unique.

3.3. D

Selon Gérard Duménil et Dominique Lévy, deux « grands défis » se posent à la science économique :

> Comment décrire les comportements d'agents *décentralisés*, en *déséquilibre*, possédant une *information limitée*, ne connaissant ni le vrai modèle de l'économie, ni les lois de distribution des variables aléatoires, ni les caractéristiques des autres agents, dans un environnement en perpétuelle mutation et largement imprévisible […] ? Comment comprendre les mécanismes qui assurent […] la *coordination* des actions de ces agents […] compte tenu de ces limitations ? (Duménil et Lévy, 1995, p. 369)

L'approche multi-agents entend relever ces défis en rejetant l'abstraction de l'agent représentatif partout où c'est nécessaire, c'est-à-dire partout où l'on est en droit de supposer que l'usage d'un agent représentatif « s'oppose à la perception des dysfonctionnements économiques » (Malinvaud, 1995, p. 535) et en particulier partout où les agents sont en concurrence les uns avec les autres. Ainsi, la combinaison du principe de cohérence des stocks et des flux et du principe de multiplicité des agents permet d'intégrer dans un même modèle les caractéristiques essentielles des économies de marché, qui sont à la fois monétaires et décentralisées.

Les techniques de modélisation multi-agents, en donnant aux modèles SFC de véritables fondements microéconomiques, leur permettent de rendre compte de l'hétérogénéité des agents au sein même des secteurs. Cette hétérogénéité est :

– multidimensionnelle : elle est à la fois réelle et monétaire (structure des bilans), cognitive (informations, mémoire, représentations et croyances) et sociale (place dans le réseau d'interactions) ;

– endogène : elle découle du caractère direct et décentralisé des interactions entre les agents ;

– dynamique et complexe : elle évolue sous l'effet des changements macroéconomiques qu'elle a elle-même générés.

Par là, les modèles AB-SFC sont susceptibles de générer des dynamiques beaucoup plus riches et réalistes que les modèles SFC classiques, dans lesquels l'affectation de fonctions de comportement à des agrégats sectoriels revient à supposer que tous les agents représentés sont identiques et marchent d'un même pas.

4. Avertissements et recommandations

Pour toutes les raisons exposées jusqu'ici, l'approche multi-agents appliquée à la (macro)économie rencontre un intérêt croissant. Cependant, certaines précautions méritent d'être prises en compte quant à son usage et son développement.

4.1. D

Un modèle multi-agents est un modèle informatique macroéconomique peuplé d'un grand nombre de modèles individuels en interactions. Chacun de ces modèles individuels, ou agents, est constitué par un automate, c'est-à-dire une entité informatique douée d'une certaine autonomie, représentant un agent du monde réel : un ménage, une entreprise, une banque, etc. Une part essentielle de l'activité du modélisateur multi-agents consiste donc à décrire le comportement de chacun des agents qui peuplent son modèle sous la forme d'un algorithme, puis de traduire cet algorithme dans un langage informatique. La microéconomie néoclassique n'est ici d'aucun secours : il faut renoncer à toute forme d'optimisation pour représenter le comportement d'agents qui agissent de façon séquentielle dans un environnement incertain. Ce sont au contraire les principes de la rationalité procédurale à la Simon – selon lesquels les agents vont procéder de façon tâtonnante et heuristique, par ajustements successifs, cherchant à atteindre des niveaux simplement « satisfaisants » – qui s'avèrent ici opérationnels.

Le modélisateur doit aussi construire le cadre dans lequel vont s'inscrire et s'organiser les interactions des agents qu'il a créés, en particulier sur les marchés. Là encore, l'approche multi-agents permet de se débarrasser de notions réductionnistes telles que les courbes d'offre et de demande qui permettraient de calculer un prix d'équilibre unique qui préexisterait à toute transaction. Au contraire, on peut supposer que les entreprises se présentent sur le marché des biens en ayant chacune déjà décidé de son prix sur la base de son expérience passée, et sans pouvoir connaître l'état de la demande courante. Pareillement, du côté de la demande, on peut supposer que chaque acheteur se présente sur le marché en ayant déjà décidé de son budget de consommation. Chacun des acheteurs, consultant un échantillon limité des offres, choisit les moins chères dans la limite de son budget.

Le marché ainsi dessiné fonctionne, à l'instar des marchés du monde réel, comme un algorithme d'appariement massivement parallèle – c'est-à-dire complètement décentralisé – dans lequel les prix sont multiples et ne permettent pas nécessairement l'apurement : telle entreprise pourra vendre à un prix trop élevé par rapport à celui de ses concurrentes et faire face à des stocks d'invendus ; telle autre pourra écouler tout son stock à un prix inférieur à celui qui aurait pu lui permettre de maximiser son profit, ce qu'elle ne pourra constater qu'*ex post*. Face aux déséquilibres constatés entre ses objectifs et les résultats obtenus, chaque entreprise ajustera son comportement, par exemple en modifiant son prix ou le niveau de sa production – sans garantie de succès, car les conditions de marché n'ont aucune chance d'être exactement les mêmes à la période suivante. Ainsi, parmi les entreprises, certaines réussiront mieux que d'autres à approcher le « juste prix », réaliseront des profits supérieurs qu'elles pourront soit distribuer, soit accumuler pour financer leur croissance. D'autres, au contraire, n'accumuleront que des pertes et seront conduites à la faillite.

Cet exemple n'est présenté qu'à titre d'illustration – on peut concevoir bien d'autres façons, plus simples ou plus complexes, de modéliser un marché à l'aide d'agents multiples – mais il permet

d'appréhender concrètement comment, au sein d'un ABM, s'entremêlent étroitement hétérogénéité des agents, incertitude radicale et rationalité limitée ; c'est pourquoi ce type de modélisation exige un mode de pensée algorithmique et pourquoi il ne peut que hérisser ceux des économistes dont les maîtres mots sont « optimisation » et « équilibre ».

4.2. D

La construction de modèles aussi complexes que les modèles macroéconomiques AB-SFC est une tâche ardue, qui prend généralement beaucoup de temps. Aussi de tels modèles sont-ils généralement développés selon une démarche incrémentale : le chercheur commence par construire un modèle le plus simple possible, puis, par transformations successives, il augmente son réalisme et sa complexité, en s'efforçant à chaque étape d'identifier et de comprendre les conséquences de ces transformations. La démarche du modélisateur est hypothético-déductive et s'inscrit dans une séquence du type suivant :

1) énoncer des postulats sur les comportements des agents et leurs interactions, à partir des connaissances que l'on a du système réel ciblé ;

2) émettre des hypothèses sur les conséquences systémiques (niveau macroéconomique) des postulats énoncés en (1) ;

3) mettre en œuvre le modèle correspondant à (1) ;

4) rapprocher le comportement effectif du modèle implémenté (3) du comportement attendu en (2) ;

5) s'ils sont conformes, rapprocher ces comportements du comportement macroéconomique du système réel ciblé (ou du moins de ce qu'on en sait).

Si à l'étape 4 le comportement du modèle s'avère incohérent avec les attentes, il faut alors s'interroger : où est l'erreur ? Dans nos anticipations (2) ou dans notre implémentation (3) ? C'est ce questionnement qui donne au modèle sa portée explicative et qui permet d'éviter de prendre les conséquences d'une erreur de programmation pour un phénomène macroéconomique « émergent ».

Une fois la cohérence interne du modèle vérifiée, tout ce que le modélisateur peut dire, c'est que, « si le monde réel était aussi simple que le modèle, voilà comment il fonctionnerait et pourquoi ». L'étape 5, qui consiste à rapprocher les données simulées avec les données du monde réel, permet ensuite de mesurer la portée explicative du modèle et de mettre en évidence ses insuffisances. Essayer de comprendre les écarts constatés, c'est émettre de nouvelles hypothèses sur les comportements des agents, leurs interactions et leurs conséquences systémiques, et donc amorcer un nouveau cycle de modélisation.

4.3. D

Comme le souligne Cohen (1960, p. 535), tandis que l'usage des mathématiques conduit à simplifier outrageusement le réel pour le rendre modélisable, à l'inverse l'usage de l'informatique permet d'envisager des modèles « aussi complexes et réalistes que nos théories le permettent ». Pour autant, la complexité ne devrait jamais être recherchée pour elle-même : la modélisation est intrinsèquement une activité d'abstraction, et donc de simplification. Simplifier, c'est une façon d'isoler, de mettre en évidence, de contrôler et enfin de comprendre les enchaînements causaux à l'œuvre dans le système étudié ; complexifier, au contraire, c'est prendre le risque de brouiller ces enchaînements, d'en entraver la compréhension.

Il ne faut donc, d'après nous, préférer un modèle complexe à un modèle plus simple qu'à la condition que la complexité apporte réellement quelque chose au modèle. Ainsi, il n'est pas justifié à nos yeux de remplacer dans un modèle un agent représentatif par un grand nombre d'agents individuels au seul motif que, dans le monde réel, les agents représentés sont effectivement multiples ; encore faut-il avoir des raisons de supposer que cette opération de désagrégation est susceptible de modifier sensiblement les propriétés du modèle et, par là, d'améliorer la compréhension du système étudié. Il est donc parfaitement légitime, selon les circonstances et en fonction des objectifs du modélisateur, de construire des modèles hybrides, combinant agents multiples et agents représentatifs.

4.4. D

La maîtrise d'un langage de programmation est une condition indispensable au développement d'un modèle multi-agents. Les plate-formes du type NetLogo, bien que destinées à faciliter le développement de tels modèles, ne dispensent pas de savoir programmer. De plus, en l'état actuel de la technique, si de telles plate-formes peuvent convenir pour une initiation, voire pour le développement de petits modèles démonstratifs, le développement de modèles plus complexes (tels que les modèles AB-SFC) exige l'usage d'un langage de haut niveau tel que Java. Sans l'usage d'un tel langage, le code source du modèle risque, au fur et à mesure de son développement, de devenir inextricable, non seulement de plus en plus difficile à comprendre et à étendre, mais surtout source d'erreurs indécelables.

Or la plupart des économistes ne savent pas programmer, et l'apprentissage d'un langage de programmation orienté objet réclame un investissement considérable. Le développement de l'approche AB-SFC passera donc certainement par l'engagement de jeunes chercheurs, non seulement capables d'acquérir les compétences techniques nécessaires, mais aussi, parce que habitués depuis leur enfance aux nouvelles technologies, prêts à raisonner en termes d'algorithmes et de processus plutôt qu'en termes d'équations et d'équilibre, ainsi que le réclame la modélisation des systèmes dynamiques complexes.

4.5. D

Alors qu'un modèle SFC classique se compose généralement d'une dizaine d'équations, l'implémentation d'un modèle AB-SFC peut comporter des dizaines de milliers de lignes de code. De ce fait, reconstruire un modèle décrit dans un article – que ce soit pour vérifier les résultats, pour en éprouver la robustesse ou pour en modifier une hypothèse, comme cela se fait habituellement avec les modèles analytiques – est généralement hors de portée. Cette difficulté constitue un obstacle majeur à la diffusion de l'approche multi-agents en économie, et tout chercheur partisan de cette approche devrait, à notre sens, se préoccuper de l'aplanir, autant que possible, en veillant à respecter quelques points importants :

– Le modèle devrait être disponible sous la forme d'une application facile à utiliser, permettant de reproduire et de visualiser les résultats annoncés, mais aussi de les modifier en jouant sur les paramètres.

– Le code source d'un modèle constitue la description la plus complète et la plus précise de ce dernier ; il est l'équivalent des équations d'un modèle classique : aussi, aucun article qui s'appuie sur un ABM ne devrait être publié sans être accompagné de la publication de son code source ; ce code source devrait être librement réutilisable et modifiable.

– Pour que l'ouverture soit effective, une attention particulière devrait être portée à la clarté du code source, qu'il faudrait abondamment documenter et toujours accompagner d'un « pseudo-code » retraçant en langage naturel sa structure générale ainsi que, dans le cas des modèles SFC, des matrices de stocks et de flux correspondantes.

Conclusion

Le développement de l'approche SFC répond à la nécessité de donner un cadre formel à la macroéconomie post-keynésienne, jusque-là trop souvent narrative. Cette approche permet de construire des modèles dont les fondements sont plus solides que ceux du *mainstream* et, ainsi, de contester aux économistes néoclassiques le monopole de la formalisation macroéconomique (Godley et Lavoie, 2007, p. 3).

Pareillement, il n'y a pas de raison d'abandonner à l'orthodoxie le champ de la microéconomie (Duménil et Lévy, 1995, p. 363). L'approche multi-agents donne aux modèles SFC de véritables fondements microéconomiques, basés sur les principes d'incertitude radicale et de rationalité procédurale à la Simon. Réciproquement, l'approche SFC donne aux ABM une structure d'interaction rigoureuse et réaliste, basée sur le principe de comptabilité en partie quadruple.

Cette synthèse se traduit par le développement des modèles AB-SFC dont la structure rend compte fidèlement de l'interdépendance générale des bilans individuels, caractéristique essentielle des économies monétaires décentralisées. Les perspectives ouvertes par cette synthèse sont tellement prometteuses que la convergence des deux approches, bien qu'entamée depuis peu, apparaît non seulement logique mais aussi nécessaire au renouvellement de la modélisation macroéconomique.

Références bibliographiques

Arifovic, J. (1994), « Genetic Algorithm Learning and the Cobweb Model », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 18, nº 1, p. 3-28.

Arthur, W. B., Holland, J. H., LeBaron, B., Palmer, R., et Tayler, P. (1996), « Asset Pricing under Endogenous Expectations in an Artificial Stock Market », Santa Fe Institute, document de travail nº 93.

Assenza, T., Delli Gatti, D., et Grazzini, J. (2015), « Emergent Dynamics of a Macroeconomic Agent Based Model with Capital and Credit », *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 50, p. 5-28.

Ballot, G., Mandel, A., et Vignes, A. (2015), « Agent-Based Modeling and Economic Theory : Where Do We Stand ? », *Journal of Economic Interaction and Coordination*, vol. 10, nº 2, p. 200-220.

Bergmann, B. R. (1974), « A Microsimulation of the Macroeconomy with Explicitly Represented Money Flows », *Annals of Economic and Social Measurement*, vol. 3, nº 3, p. 475-489.

Blanchard, O. (2014), « Where Danger Lurks », *Finance & Development*, vol. 51, nº 3, p. 28-31.

Bruun, C. (1999), *Agent-Based Keynesian Economics : Simulating a Monetary Production System Bottom-Up*, Université d'Aalborg, document de travail nº 1.

Caverzasi, E., et Godin, A. (2015), « Post-Keynesian Stock-Flow Consistent Modelling : A Survey », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 39, nº 1, p. 157-187.

Cincotti, S., Raberto, M., et Teglio, A. (2010), « Credit Money and Macroeconomic Instability in the Agent-Based Model and Simulator Eurace », Economics-eJournal.org, 24 septembre.

Cohen, K. J. (1960), « Simulation of the Firm », *American Economic Review*, vol. 50, nº 2, p. 534-540.

Cyert, R. M., et March, J. G. (1963), *A Behavioral Theory of The Firm*, Englewood Cliffs (N. J.), Prentice Hall.

Delli Gatti, D., Gaffeo, E., et Gallegati, M. (2010), « Complex Agent-Based Macroeconomics : A Manifesto for a New Paradigm », *Journal of Economic Interaction and Coordination*, vol. 5, nº 2, p. 111-135.

Di Guilmi, C., et Carvalho, L. (2015), « The Dynamics of Leverage in a Minskyan Model with Heterogeneous Firms », Université de São Paulo (FEA-USP), document de travail nº 15.

Duménil, G., et Lévy, D. (1995), « Vrais et faux dilemmes », *Recherches économiques de Louvain / Louvain Economic Review*, vol. 61, nº 3, p. 359-394.

Godley, W., et Lavoie, M. (2007), *Monetary Economics : An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, Londres, Palgrave Macmillan.

Hagedorn, H. (2015), *A Model of Austrian Economics*, New York (N. Y.), Springer.

Kinsella, S., Greiff, M., et Nell, E. J. (2011), « Income Distribution in a Stock-Flow Consistent Model with Education and Technological Change », *Eastern Economic Journal*, vol. 37, nº 1, p. 134-149.

Kuhn, T. S. (1962), *La Structure des révolutions scientifiques*, trad. fr. Laure Meyer, Paris, Flammarion, 1992.

Malinvaud, E. (1995), « Sur l'hypothèse de rationalité en théorie macroéconomique », *Revue économique*, vol. 46, nº 3, p. 523-536.

Minsky, H. P. (1996), « The Essential Characteristics of Post-Keynesian Economics », dans E. J. Nell et G. Deleplace (dir.), *Money in Motion : The Post-Keynesians and the Circulation Approaches*, London, Palgrave Macmillan, p. 70-88.

Orcutt, G. H. (1957), « A New Type of Socio-Economic System », *Review of Economics and Statistics*, vol. 39, nº 2, p. 116-123.

Riccetti, L., Russo, A., et Gallegati, M. (2015), « An Agent Based Decentralized Matching Macroeconomic Model », *Journal of Economic Interaction and Coordination*, vol. 10, nº 2, p. 305-332.

Robinson, J. (1962), *Essays in the Theory of Economic Growth*, Londres, Macmillan.

Schelling, T. C. (1969), « Models of Segregation », *American Economic Review*, vol. 59, nº 2, p. 488-493.

Seppecher, P. (2011), *Modélisation multi-agents d'une économie monétaire de production. Un système dynamique et complexe d'interactions réelles et monétaires entre des agents multiples, hétérogènes, autonomes et concurrents*, thèse, Université Nice Sophia Antipolis.

Seppecher, P. (2012), « Flexibility of Wages and Macroeconomic Instability in an Agent-Based Computational Model with Endogenous Money », *Macroeconomic Dynamics*, vol. 16, nº 2, p. 284-297.

Seppecher, P. (2014), « Pour une macroéconomie monétaire dynamique et complexe », Regulation.revues.org, 19 décembre.

Seppecher, P., Salle, I., et Lang, D. (2018), « Is the Market Really a Good Teacher ? Market Selection, Collective Adaptation and Financial Instability », *Journal of Evolutionary Economics*, à paraître.

Seppecher, P., Salle, I., et Lavoie, M. (2018), « What Drives Markups ? Evolutionary Pricing in an Agent-Based Stock-Flow Consistent Macroeconomic Model », *Industrial and Corporate Change*, à paraître.

Simon, H. A. (1962), « The Architecture of Complexity », *Proceedings of the American Philosophical Society*, vol. 106, nº 6, p. 467-482.

---

1. Ainsi, sept années après le début de la crise, Olivier Blanchard reconnaît que la construction de modèles « capables de rendre compte à la fois des temps normaux et des risques systémiques » (2014, p. 31 ; notre traduction) lui paraît désormais hors de portée, aussi bien d'un point de vue technique que théorique.

2. Voir chapitre 14.

3. Voir chapitre 5.

CHAPITRE 16

Prix, théorie de la firme et microéconomie post-keynésienne

S'intéresser à la question de la théorie des prix et de la firme peut paraître une entreprise étonnante pour des économistes post-keynésiens car l'histoire de la pensée considère souvent les keynésiens comme des économistes ayant toujours privilégié, à l'instar de Keynes lui-même, les phénomènes macroéconomiques. Non qu'ils ne s'intéressent pas à l'influence des décisions microéconomiques, mais ils considèrent que les agents agissent dans un cadre institutionnel qui est au moins aussi déterminant que leur comportement individuel. En insistant de cette manière sur les fondements macroéconomiques de la microéconomie, les post-keynésiens peuvent, parfois, donner l'impression de négliger l'analyse microéconomique.

Cette vision est cependant erronée. S'ils sont avant tout identifiés par leur macroéconomie, les post-keynésiens disposent de diverses analyses de la firme, qui sont opérationnelles et mobilisables pour éclairer des enjeux actuels du comportement des entreprises. Après avoir rappelé les bases de la théorie post-keynésienne de la firme (section 1), nous regarderons comment cette théorie peut être mobilisée pour comprendre les conséquences d'une concurrence accrue sur la formation des profits, ou les effets de la financiarisation sur les décisions d'investissement (section 2).

1. Objectifs et comportements de prix et de marge de la firme

La première question, qui constitue le point de départ de la théorie de la firme, est la suivante : quels sont les objectifs des firmes[1] ? Si, dans la théorie *dominante*, cette question trouve comme réponse la maximisation du profit, il n'en va pas de même dans l'analyse post-keynésienne. Celle-ci est en effet traversée et structurée par deux grandes lignées théoriques (cf. Melmiès, 2011 ; 2015) : la branche dite de la concurrence imparfaite, qui, de Joan Robinson à Michał Kalecki, repose initialement et en arrière-plan sur le principe de la maximisation du profit (sous contrainte technologique), et la branche dite du financement de l'investissement, initiée notamment par Alfred Eichner et qui se base sur le principe de la maximisation de la croissance des ventes – sous contrainte d'autofinancement de l'investissement.

La théorie post-keynésienne met en avant une théorie dite du *cost-plus pricing* : les entreprises fixent elles-mêmes leurs prix par ajout d'une marge de profit à une mesure du coût de production. Les travaux de Frederic Lee fournissent de nombreux détails sur les procédures de fixation des prix des entreprises (cf. la synthèse dans Lee, 1998). Ces procédures sont au nombre de trois : *mark-up pricing*, *full cost pricing* et *target return pricing*. La première méthode est celle dite du *mark-up* simple, qui consiste à ne comptabiliser que les coûts variables (coûts directs) et à ajouter une marge brute qui permet à la fois de couvrir les coûts fixes (*overheads*) et de générer un profit net. La deuxième est celle du *full cost*, qui consiste à tenter de répartir les coûts fixes entre les unités produites et à ajouter une marge nette de profit. Enfin, la dernière est celle dite du taux de rendement cible (*target return pricing*), qui est plus une méthode de calcul de la marge : il s'agit d'ajouter une marge de profit précise qui permet, lorsque le taux d'utilisation effectif des capacités de production est égal au taux d'utilisation normal, de générer un taux de profit par rapport au stock de capital ciblé par avance. Ces trois politiques de prix reposent bien sur le même principe : le calcul d'un prix par ajout d'une marge aux coûts unitaires de production.

La diversité des procédures de fixation des prix laisse cependant ouverte la question des déterminants des marges de profit. Il est nécessaire de revenir sur les deux branches de la théorie post-keynésienne de la firme – degré de concurrence et financement de l'investissement – pour montrer qu'elles proposent, sur la base de deux comportements différents des firmes, deux théories de la détermination des marges de profit fondamentalement différentes : par le degré de concurrence exclusivement d'un côté, par les exigences d'autofinancement – et de la concurrence – de l'autre.

1.1. L

Joan Robinson, sur la concurrence imparfaite, ou Michał Kalecki, sur le degré de monopole, ont été très tôt à l'origine de travaux importants et originaux sur la théorie de la firme. Dès 1933, Robinson envisage, dans *L'Économie de la concurrence imparfaite*, le cas de figure dans lequel les firmes font face à une courbe de demande décroissante pour leur produit : elle relâche donc d'abord l'hypothèse d'atomicité des offreurs sur le marché. Les firmes ne produisent pas le volume d'output qui égalise le coût marginal et le prix, mais plutôt celui qui égalise la recette marginale et le coût marginal, ce volume étant inférieur à celui de la concurrence pure et parfaite (Robinson, 1933).

Kalecki pour sa part développe ses travaux sur le degré de monopole peu ou prou au même moment, à Cambridge. Il doutait de la pertinence du modèle de concurrence pure et parfaite, et les économies

capitalistes étaient selon lui caractérisées par la présence d'oligopoles, de duopoles et de monopoles. Dès ses premières formulations, la théorie des prix de Kalecki reprend des prix supérieurs au coût marginal du fait de l'imperfection du marché. En 1939, il formule le prix comme une relation entre le coût marginal et l'élasticité-prix de la demande qui lui est adressée. La pente de cette courbe représente ce que Kalecki appelle l'état d'imperfection du marché.

Les travaux de Robinson et de Kalecki ont ainsi une logique commune au départ : ils se basent sur un comportement de maximisation du profit de la part des firmes. Dans sa note de lecture de la *Théorie générale*, Kalecki (1936) adopte clairement la maximisation du profit (au sens d'égalisation de la recette marginale et du coût marginal) comme hypothèse de comportement des firmes. Dans ses articles ultérieurs, il utilise dans son analyse la notion d'élasticité-prix de la demande, ce qui ne laisse aucun doute sur le type de comportement sous-jacent[2]. Il en va de même pour Robinson : son ouvrage mentionné constitue en quelque sorte une sacralisation de la maximisation du profit, dont le principe est passé en revue et appliqué à toutes formes de structures de marché.

La première branche théorique identifiée chez les auteurs post-keynésiens – la théorie de la concurrence imparfaite – établit un lien croissant entre les marges de profit réalisées par les entreprises et le degré d'éloignement de ces entreprises du cadre de concurrence pure et parfaite. Ainsi, plus on s'éloigne de l'une des conditions de la concurrence pure et parfaite, plus les entreprises disposent d'un « pouvoir de marché » et peuvent dès lors réaliser des marges de profit élevées. L'un des cas extrêmes est celui du monopole, qui relâche donc l'hypothèse d'atomicité des offreurs. Dans ce cas, la firme fait face à la courbe de demande du marché, qui est donc décroissante, et fixe un prix tel qu'il existe une marge de profit entre ce prix de vente et le coût marginal. La marge dépend directement de la sensibilité de la courbe de demande, c'est-à-dire de l'élasticité-prix[3].

1.2. L

Dans les premiers travaux post-keynésiens rappelés ci-dessus, les marges de profit étaient déterminées par l'intensité de la concurrence. Mais, par la suite, de nombreux post-keynésiens ont épousé une seconde lignée théorique que l'on peut appeler « théorie du financement de l'investissement (et de la croissance) ». Dans cette conception, les firmes sont supposées chercher à maximiser non pas le profit sous contrainte technologique, mais la croissance des ventes de l'entreprise, sous une contrainte d'autofinancement de l'investissement nécessaire pour répondre à cette croissance. Alfred Eichner (1976), Jan Kregel (1971), Geoffrey Harcourt et Peter Kenyon (1976), ou encore Adrian Wood (1975), sont à l'origine de cette tradition. Pour Wood, le but des *managers* – ceux qui sont en charge des décisions –, une fois pris en compte les points de vue des actionnaires et des créanciers, est de faire croître les ventes le plus possible, *à long terme*. Sur cet horizon, le manager cherche à maximiser la croissance des ventes, mais il doit tenir compte de plusieurs éléments : la croissance de la capacité de production nécessaire pour répondre à cette croissance des ventes, ainsi que la disponibilité de fonds pour financer cette croissance de la capacité de production[4]. Dans cette vision, les entreprises fixent une marge qui répond à un double objectif de la firme : s'assurer une croissance des ventes tout en disposant des fonds nécessaires, en interne, qui permettront d'autofinancer une partie des dépenses d'investissement nécessaires à cette croissance.

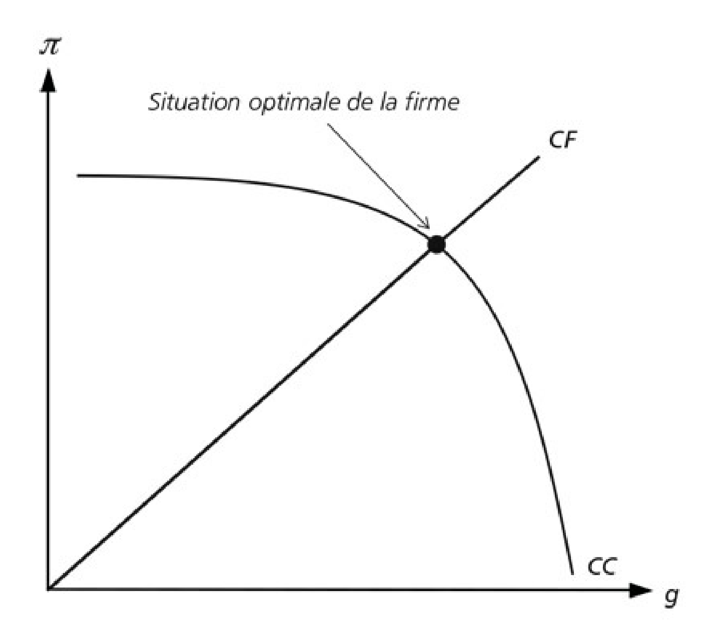
La trace la plus ancienne de cette lignée théorique se trouve dans les écrits de Gardiner Means (qui est plus un auteur institutionnaliste que post-keynésien). Il suggère que la marge de profit que fixent les

firmes est choisie de manière à rapporter un taux de profit jugé nécessaire pour les besoins de la croissance de la firme (Lee, 1998, p. 56). Les managers choisissent alors, selon lui, un taux de profit « cible », en tenant également compte du degré de concurrence et des prix des concurrents de manière à ne pas altérer la position de la firme sur le marché. Ce taux de profit cible est censé générer suffisamment de fonds pour financer une expansion continue de la capacité de production.

Cette théorie ne se trouve cependant réellement formalisée que chez Eichner (1973 ; 1976). La politique de la firme y est telle que la marge de profit unitaire – qu'il appelle *average corporate levy*, traduisible par « prélèvement moyen de l'entreprise » – dépend des investissements *prévus* par la firme. Eichner développa sa théorie sur la base de la notion de *megacorp*, soit des entreprises de grande taille. Le but des managers des *megacorps* est la croissance des ventes, et cette croissance se finance en partie à partir de profits non distribués. En augmentant les marges unitaires de profit, les firmes génèrent automatiquement plus de fonds internes disponibles pour le financement de l'investissement. Cette relation n'est cependant pas linéaire : elle est croissante mais concave (par rapport à la marge), ce qui signifie qu'à un certain niveau une augmentation des marges n'augmente plus les fonds internes, voire finit par les réduire. Cela est dû à trois phénomènes, consécutifs à toute hausse des marges et décrits par Eichner : la substitution entre produits de la part des clients, l'entrée de nouveaux concurrents, et l'intervention de l'État. Ces trois phénomènes limitent toujours le montant total de fonds que la firme peut générer *via* une hausse des marges.

Adrian Wood propose également une formulation de cette théorie. Chez Wood (1975), les marges sont déterminées au carrefour de deux relations. La première est une relation entre la marge de profit et la croissance des ventes : toute firme est confrontée à une certaine pression de la part des concurrents, pression qui oblige les managers à arbitrer entre une marge de profit la plus élevée possible et une croissance de la demande la plus élevée possible. L'idée sous-jacente est qu'afin d'assurer à la firme un taux de croissance des ventes maximal les managers doivent fixer une marge faible. Cela définit ce que Wood nomme la « frontière des possibilités », que nous appelons « contrainte concurrentielle » (*CC*), où le taux de croissance de la demande (g) est une fonction décroissante de la marge de profit (π), déterminant la marge de profit maximale atteignable pour un taux d'accumulation et un coefficient de capital donnés (figure 16.1).

Figure 16.1. Graphique à deux contraintes de Wood (1975)



Si l'on s'en tient à cette première contrainte, la maximisation de la croissance des ventes à long terme supposerait de fixer une marge nulle. Une seconde contrainte intervient en force de rappel et s'exprime sous la forme de ce que Wood appelle la « frontière financière », et que nous appelons « contrainte financière » (*CF*). Les entreprises ne peuvent, en général, pas intégralement financer leurs investissements par des fonds externes, car les banques ne prêtent que dans une certaine limite de taux d'endettement, et les entrepreneurs eux-mêmes sont en général peu enclins à financer la totalité de leurs investissements par emprunt – principe du risque croissant déjà décrit par Kalecki[5]. Chaque firme *doit*, dès lors, conserver une partie de ses profits afin d'autofinancer les investissements. Il existe donc une relation entre le taux d'accumulation que la firme prévoit de mettre en œuvre et la marge de profit qu'il est nécessaire d'intégrer aux prix pour fournir les fonds qui financeront, en interne, cet investissement. Cette relation est croissante (figure 16.1).

La contrainte financière, ainsi définie, donne la marge de profit (π) minimale à mettre en œuvre pour fournir les fonds internes nécessaires à l'investissement correspondant à tout taux de croissance des ventes particulier qui, compte tenu d'un niveau donné du coefficient de capital[6], correspond à un taux d'accumulation (*g*). Le manager va alors déterminer sa marge de profit en positionnant la firme de telle manière que le taux de croissance des ventes soit le plus élevé possible, tout en respectant la contrainte financière. Un seul point possible répond à cette double condition : le point d'intersection des deux contraintes (figure 16.1)[7].

1.3. L

L'existence de ces deux théories de la détermination des prix et marges de profit pose immédiatement un problème : laquelle faut-il privilégier et mobiliser ? La présentation des analyses post-keynésiennes entretient fréquemment une ambiguïté sur ces deux lignées théoriques, en présentant les deux théories comme plus ou moins semblables, et surtout compatibles et conciliables. Cela constitue cependant une position incohérente du point de vue du contenu théorique de ces deux branches. Un certain nombre d'éléments permettent de montrer que la théorie post-keynésienne des prix et de la firme doit se comprendre comme une transition de la théorie de la concurrence imparfaite vers la théorie du

financement de l'investissement, cette dernière s'affirmant comme un aboutissement de la réflexion post-keynésienne. Au cours de leur carrière, Robinson et Kalecki se sont eux-mêmes éloignés de la théorie du degré de concurrence pour se rapprocher de la théorie du financement de l'investissement. Robinson avait exprimé son scepticisme quant à sa théorie de la concurrence imparfaite – dans la préface à la seconde édition de *L'Économie de la concurrence imparfaite* (1933) –, et avait reconnu que la théorie d'Eichner était parfaitement convaincante (Lee, 2000). Kalecki, de son côté, a lui aussi pris ses distances avec la maximisation du profit, et son article sur le principe du risque croissant (1937) ouvre *de facto* la porte à une conception mettant en avant l'importance du financement interne de l'investissement.

La théorie du financement de l'investissement, tout en conservant le rôle de l'intensité de la concurrence, accorde en effet un rôle primordial à l'autofinancement, qui est pour ainsi dire une « constante fondamentale » du système capitaliste, alors même qu'il est quasi totalement ignoré par la théorie économique standard. Enfin, cette théorie s'enracine clairement dans la tradition post-keynésienne consistant à dépasser l'analyse statique de la *Théorie générale* de Keynes pour épouser une réelle approche dynamique : l'investissement permet d'introduire une réelle épaisseur temporelle historique (l'entrepreneur est celui qui engage aujourd'hui des dépenses certaines – investissement – dans la perspective d'en retirer des profits incertains dans l'avenir).

L'un des intérêts fondamentaux de la théorie du financement de l'investissement demeure sa conception de la demande, qui cesse d'être vue comme une demande à la firme à la date *t* pour devenir une demande en évolution qui s'échelonne sur une période plus ou moins longue, ce qui amène l'entreprise à raisonner avant tout en termes de taux de croissance. Cela ne signifie pas forcément que la courbe de demande à la firme à la date *t* n'existe pas. L'entrepreneur peut sans aucun doute se faire une idée de ce à quoi ressemble cette courbe. Ce n'est simplement pas ce qui l'intéresse. L'entrepreneur ne cherche plus à maximiser son profit à chaque période – ce qui poserait d'ailleurs la question de la définition de la période pertinente – mais cherche à faire augmenter le plus possible ses ventes à moyen / long terme, sans oublier qu'il lui faudra pour cela réaliser des dépenses d'investissement. En ce sens, le prix n'est plus la seule variable d'ajustement des déséquilibres : à court terme, ce sont les taux d'utilisation des capacités productives qui varient, et, à long terme, ce sont les taux d'accumulation, accompagnés par les marges de profit, donc les prix. Eichner offre un résumé très clair de sa théorie dans une lettre à Joan Robinson datée du 26 décembre 1971 :

> Périodiquement (disons, tous les six mois), une *megacorp* va faire une pause pour reconsidérer sa politique de prix. […] La grande firme a probablement déjà décidé d'un certain programme d'expansion du capital pour les cinq prochaines années ou presque, sur la base de ce qu'elle pense être la meilleure estimation de la demande future. […] Si les coûts ont augmenté depuis la dernière reconsidération des prix […], le niveau de prix sera très probablement augmenté pour couvrir ces coûts plus élevés. Si, de surcroît, un taux d'expansion du capital plus rapide a été décidé, alors le niveau de prix sera augmenté plus encore, de manière à engendrer les fonds additionnels nécessaires par rétention des profits. (Cité par Lee, 2000, p. 117-118 ; notre traduction)

Cette théorie donne une réelle épaisseur à l'entrepreneur en tant qu'acteur : l'entrepreneur est celui qui investit et qui doit, à ce titre, se soucier de la question de la détermination des prix, car ce sont ces derniers qui vont fournir les fonds qui lui permettront de financer cet investissement, et ainsi de croître et

de survivre. L'entrepreneur prend donc des risques : lorsque la demande diminue à court terme, il ne modifie ni ses prix ni ses marges dans les mêmes proportions, car sa stratégie est établie sur un horizon long, et il prend résolument un risque en défendant son prix et sa marge à court terme, car la baisse du prix impliquerait une remise en cause de la viabilité de son projet d'investissement – donc de son projet de développement. Ce n'est qu'à long terme que les projets sont révisés, si les taux d'utilisation diffèrent *durablement* d'un niveau jugé plus ou moins normal. Dans ce cas, l'ensemble des politiques de la firme seront remises à plat et redéployées : la politique de prix n'est qu'un élément parmi d'autres de la stratégie des firmes.

Les prix et les marges ainsi ainsi fixés sans référence à l'élasticité- prix de la demande à court terme car ils sont déterminés par les projets d'investissement. La firme n'est plus une boîte noire mais une « boîte à matière grise » à l'intérieur de laquelle se connectent différentes politiques et différentes variables qui lui sont propres. Le décideur est un stratège qui mène face à ses concurrents une bataille permanente, dans laquelle les fronts sont multiples – au moins un front commercial et un front financier. En ce sens, il est celui qui réfléchit sans cesse à la pertinence et à la cohérence des choix effectués sur les différents fronts, et surtout aux répercussions sur l'ensemble des fronts d'une décision prise sur un front en particulier – impact d'une décision de baisse du prix sur la capacité d'investissement à long terme, impact d'un investissement supplémentaire sur l'amélioration de l'arbitrage profit / croissance, etc.

2. Perspectives : le rôle fondamental de l'autofinancement

En mobilisant le diagramme à deux courbes présenté par Wood, nous appliquons la théorie post-keynésienne de la firme à différentes configurations institutionnelles emblématiques du capitalisme récent : augmentation de la concurrence – hausse du nombre de firmes sur un marché, homogénéisation des produits, etc. – et financiarisation – augmentation du pouvoir des actionnaires, afin d'illustrer la dynamique et les conséquences de ces configurations.

2.1. C

L'idée essentielle est que, chez les post-keynésiens, le renforcement de la concurrence ne conduit pas nécessairement à une baisse des marges de profit, contrairement aux conclusions avancées par la théorie néoclassique. En analysant le schéma à deux courbes de Wood (1975), on peut en effet s'apercevoir que les conditions concurrentielles – structures du marché – ne modifient pas, *per se*, la contrainte concurrentielle à laquelle font face les firmes *dans leur ensemble*, c'est-à-dire la contrainte concurrentielle de l'industrie. Chaque firme qui réussit à améliorer sa compétitivité (c'est-à-dire son prix à qualité donnée) par rapport aux autres firmes dans la hiérarchie concurrentielle voit sa contrainte concurrentielle individuelle se déplacer vers la droite, mais ce mouvement a comme contrepartie le déplacement de la contrainte concurrentielle des autres firmes vers la gauche, ces dernières voyant leurs positions respectives dans la hiérarchie concurrentielle se dégrader du fait même de l'amélioration de la position de la première firme. La concurrence ne fait que redistribuer le profit entre les entreprises présentes sur le marché, mais elle ne réduit pas le niveau des profits qui y sont réalisés en moyenne : toutes choses égales par ailleurs, les variations dans la compétitivité-prix des différentes entreprises amènent à un jeu à somme nulle, où ce qui est gagné par une entreprise est perdu par au moins une autre.

Les choses sont sensiblement identiques en ce qui concerne une réglementation forçant les firmes à rendre leurs biens substituables de manière à faciliter, pour les consommateurs, le passage d'un producteur à l'autre. Supposons que le marché est initialement composé de deux firmes, qui produisent chacune, dans les mêmes conditions, un bien quelconque. Les deux biens sont fonctionnellement identiques, mais non substituables : le consommateur peut acheter l'un ou l'autre, mais ne peut interchanger les deux – peu importe la raison, mais on pourrait imaginer le marché d'un même logiciel destiné à différents systèmes d'exploitation informatiques, ou un marché dans lequel la différenciation est importante. La nouvelle réglementation rend donc les deux biens substituables et permet aux consommateurs de passer d'un producteur à l'autre plus facilement, et sans coût. L'intensification de la concurrence se traduit ici par une plus grande *fluidité de la demande*, donc une diminution des barrières pour chaque firme à l'entrée sur le marché de l'autre. Si les firmes sont initialement identiques – en termes de coûts de production et de paramètres financiers –, alors l'effet de cette « intensification » de la concurrence ne change pas le point d'intersection initial entre les deux contraintes. En revanche, l'effet d'un changement du taux de marge par rapport à cet état initial est intensifié : toute hausse du taux de marge diminue plus qu'auparavant la croissance des ventes, les consommateurs ayant à présent la possibilité de substituer les deux biens. Inversement, toute baisse du taux de marge accroît plus qu'auparavant le taux de croissance des ventes, car cela attire des consommateurs venus de l'autre marché. Techniquement, cela signifie que la contrainte concurrentielle pivote autour du point initial.

Cependant, toutes choses égales par ailleurs, l'introduction de l'interchangeabilité entre les deux biens ne modifie pas le point d'intersection des deux contraintes pour chacune des deux firmes (Melmiès, 2015).

Les changements de réglementation de la concurrence ne modifient donc pas, *a priori*, les marges des firmes dans leur ensemble, soit qu'ils ne modifient pas la contrainte concurrentielle de l'industrie, soit qu'ils ne modifient pas le point d'équilibre. Cela permet d'expliquer pourquoi les politiques de concurrence n'ont eu qu'un faible impact sur les taux de marge et de profit dans les pays développés. La fluidification de la demande génère une fluidification des profits, les réussites de certaines entreprises pouvant se défaire d'autant plus facilement que les consommateurs peuvent aisément changer de fournisseurs, mais sans que le profit moyen de l'industrie change. L'intensification de la concurrence renforce les risques de voir les entreprises connaître des désillusions ou des réussites spectaculaires, mais sans que cela affecte le profit moyen de l'industrie : ce sont les positions relatives dans la hiérarchie des entreprises qui sont donc fluidifiées.

Cependant, si les politiques de concurrence ne mènent pas à une baisse des marges de profit, elles peuvent malgré tout conduire à une baisse des prix. Pour réconcilier baisse des prix et stabilité des marges, il faut se souvenir que les coûts participent à la formation des prix. Une entreprise contrainte de baisser ses prix pour faire face à la concurrence peut maintenir sa marge si elle réduit ses coûts de production. Des segments de marché très concurrentiels peuvent conserver des marges de profit élevées en comprimant sévèrement les coûts de production, parmi lesquels les salaires. Il s'agit là de l'une des causes de la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée au niveau macroéconomique (Stockhammer, 2013). Inversement, des segments relativement peu concurrentiels peuvent subir des marges faibles du fait de coûts de production incompressibles (Dallery, Éloire et Melmiès, 2009). Pour les secteurs exposés à la concurrence, cette pression à la baisse des coûts peut même conduire à des pratiques peu mises en lumière mais très répandues : la réduction de la qualité des produits (Melmiès, 2016).

2.2. F

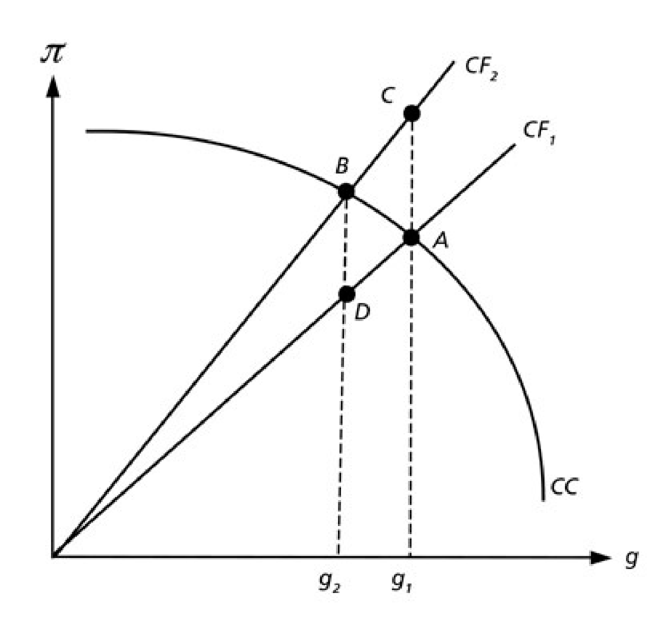
Parmi les autres causes expliquant la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée, la financiarisation est en bonne place. Les travailleurs sont en quelque sorte pris en étau entre, d'une part, la pression concurrentielle, qui réarme les entreprises dans le conflit distributif, grâce à l'instrumentalisation de la pression des acheteurs, et, d'autre part, la financiarisation, qui pousse les entreprises à répercuter sur leurs travailleurs les exigences actionnariales en matière de rentabilité. Au niveau microéconomique, la financiarisation peut s'interpréter pour l'entreprise comme une double injonction à réduire les investissements aux seuls projets les plus rentables et à distribuer plus de dividendes (Cordonnier, 2006 ; Dallery, 2009).

À l'intérieur du diagramme de Wood (1975), les exigences accrues de dividendes des actionnaires constituent un renforcement de la contrainte financière, qui pivote vers l'axe des ordonnées (figure 16.2) : pour tout niveau d'investissement désiré, l'entreprise doit verser davantage de dividendes à ses actionnaires, ce qui augmente d'autant les profits à dégager pour autofinancer l'investissement choisi. Si l'entreprise souhaite investir autant qu'avant (g_1), elle doit désormais dégager une marge plus élevée afin de pouvoir servir les dividendes exigés par les actionnaires. Le problème est ici que la marge nécessaire pour assurer ce rythme d'accumulation du capital excède la contrainte concurrentielle : le point *C* sur la figure 16.2 est situé au-delà de la zone des possibles. Le renforcement de la contrainte financière pousse

donc l'entreprise à revoir ses plans.

La conséquence de cette contrainte financière renforcée est tout de suite visible sur le cadran : l'entreprise investira toujours autant que permis par la contrainte financière, mais elle voit le point optimal migrer vers le nord-ouest (point B), ce qui signifie que l'entreprise investira moins (g_2), tout en devant dégager une marge supérieure par rapport à la situation antérieure. En quelque sorte, l'entreprise est obligée d'investir moins car elle est contrainte à verser plus de dividendes à ses actionnaires. Ce serait ainsi la disponibilité des fonds – ou des financements – qui pénaliserait l'accumulation du capital par l'entreprise.

Figure 16.2. La financiarisation vue dans le diagramme de Wood (1975)



Cette représentation n'est toutefois qu'une première lecture des conséquences de la financiarisation. Une seconde lecture, plus pertinente sans doute, aboutirait au même résultat, sans pour autant que les mécanismes à l'œuvre soient similaires. La financiarisation peut être interprétée comme une plus grande sélectivité des projets d'investissement. Les actionnaires ne se dirigeant que vers les titres qui ont les rendements les plus élevés sur les marchés financiers, cette pression à la rentabilité rejaillit en retour dans le domaine productif en incitant les firmes à n'entreprendre que les projets d'investissement les plus prometteurs, quitte à délaisser ceux n'affichant pas suffisamment de rentabilité à court terme. Or les projets dégageant une rentabilité de 10 ou 15 % par an sont plus rares que les projets ne rapportant « que » 4 ou 6 %. Dès lors, l'entreprise va réduire l'ampleur des dépenses d'investissement désirées : elle passe du point A au point D sur la figure 16.2. Mais il ne s'agit pas d'un point d'arrivée. En effet, l'entreprise n'y sature pas sa contrainte concurrentielle, puisqu'on se situe sous la frontière CC. Le point D n'est pas optimal car, si l'entreprise souhaite croître à la vitesse g_2, elle peut très bien vendre ses produits plus chers, en se plaçant au point B, c'est-à-dire intégrer une marge plus élevée que celle associée au point D. Le supplément de marges ainsi dégagé par le passage de D à B permettra à l'entreprise de compter sur des fonds supplémentaires qui ne seront pas dédiés au financement de l'investissement – lequel a été réduit par rapport au point initial A –, mais à distribuer des dividendes. En résumé, nous avons là une illustration de la maxime « *downsize and distribute* » (Lazonick et O'Sullivan, 2000) : « Réduisez la voilure *puis* restituez aux actionnaires les profits qui ne sont plus utiles pour financer l'investissement réduit », voilà ce qui pourrait résumer les injonctions de la gouvernance

actionnariale.

Cette expression peut aussi être lue dans le sens inverse, « *distribute and downsize* ». C'est ce que nous avions fait dans la figure 16.2, en prenant la route de *A* vers *B* qui passait par le point *C* (plutôt que par le point *D*). Le résumé des injonctions de la gouvernance actionnariale s'écrivait alors : « Distribuez aux actionnaires toujours plus de dividendes, *et donc* diminuez l'investissement », puisque le renchérissement des prix liés aux exigences de dividendes pousse les prix à des niveaux non compétitifs, ce qui signifie que l'entreprise devra croître moins vite si elle veut vendre aussi cher (Lazonick et O'Sullivan, 2000). Dans les deux sens de lecture, la microéconomie post-keynésienne permet de comprendre les bouleversements subis par l'entreprise financiarisée[8]. Cette capacité d'adaptation est d'autant plus remarquable que la théorie post-keynésienne de la firme est née dans un environnement bien éloigné de celui de la financiarisation, un environnement où les managers imposaient leurs décisions à des marchés financiers encore en sommeil.

Conclusion

Les post-keynésiens sont souvent accusés de manquer de fondements microéconomiques. Nous avons montré que cette accusation est infondée en ce qui concerne la théorie de la firme. Non seulement les post-keynésiens se sont dès l'origine intéressés à la microéconomie, mais ils ont de plus développé un cadre alternatif pertinent pour comprendre les stratégies des entreprises dans un environnement institutionnel en continuel mouvement. C'est finalement là la force principale de la microéconomie post-keynésienne : être en mesure de s'adapter aux différents fondements macroéconomiques de la microéconomie, tout en intégrant des objectifs différents pour des acteurs pouvant être amenés à arbitrer entre plusieurs cibles. La théorie post-keynésienne de la firme laisse donc de la place aux évolutions historiques : dans le contexte institutionnel des Trente Glorieuses (1945-1975), les entreprises ne poursuivaient pas les mêmes politiques de marge et d'investissement qu'aujourd'hui, parce que les contraintes pesant sur les décideurs n'étaient pas les mêmes. La libéralisation des marchés a, à la fois, ré-haussé la concurrence et renforcé la finance, et ce nouveau contexte institutionnel a conduit les entreprises à presser davantage les coûts, tout en réduisant leurs projets d'investissement. Ce résultat logique dans le cadre de la théorie post-keynésienne de la firme permet de mieux situer les enjeux liés aux trajectoires de croissance et d'emploi des économies développées.

Références bibliographiques

Chamberlin, E. H. (1933), *Theory of Monopolistic Competition*, Cambridge (Mass.), Harvard University Press.

Cordonnier, L. (2006), « Le profit sans l'accumulation : la recette du capitalisme gouverné par la finance », *Innovations*, nº 23, p. 79-108.

Courbis, R. (1968), « Le comportement d'autofinancement des entreprises », *Économie appliquée*, vol. 21, nº 3-4, p. 749-821.

Dallery, T. (2009), « Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization », *Review of Radical Political Economics*, vol. 41, nº 4, p. 492-515.

Dallery, T., Éloire, F., et Melmiès, J. (2009), « La fixation des prix en situation d'incertitude et de concurrence : Keynes et White à la même table », *Revue française de socio-économie*, nº 4, p. 177-198.

Eichner, A. S. (1973), « A Theory of the Determination of the Mark-Up under Oligopoly », *Economic Journal*, vol. 83, nº 332, p. 1184-1200.

Eichner, A. S. (1976), *The Megacorp and Oligopoly : Micro Foundations of Macro Dynamics*, Cambridge, Cambridge University Press.

Harcourt, G. C., et Kenyon, P. (1976), « Pricing and the Investment Decision », *Kyklos*, vol. 29, nº 3, p. 449-477.

Kalecki, M. (1936), « Pare uwag o teorii Keynesa », *Ekonomista*, vol. 36, p. 18-26 ; reproduit dans *Collected Works of Michał Kalecki*, éd. J. Osiatyński, Oxford, Clarendon Press, 1990, t. 1, p. 223-232.

Kalecki, M. (1937), « The Principle of Increasing Risk », *Economica*, vol. 4, nº 16, p. 440-447.

Kregel, J. A. (1971), *Rate of Profit, Distribution and Growth : Two Views*, Londres, Macmillan.

Lavoie, M. (2004), *L'Économie postkeynésienne*, Paris, La Découverte.

Lavoie, M. (2014), *Post-Keynesian Economics : New Foundations*, Cheltenham, Edward Elgar.

Lazonick, W., et O'Sullivan, M. (2000), « Maximizing Shareholder Value : A New Ideology for Corporate Governance », *Economy and Society*, vol. 29, nº 1, p. 13-35.

Lee, F. S. (1998), *Post Keynesian Price Theory*, Cambridge, Cambridge University Press.

Lee, F. S. (2000), « Organizing the U.S. Post Keynesians and Macro-Dynamics, 1971-1972 », dans W. J. Samuels (dir.), *Research in the History of Economic Thought and Methodology*, t. 18-C, *Twentieth-Century Economics*, Amsterdam, JAI-Elsevier, p. 115-159.

Melmiès, J. (2011), *Prix, marges et accumulation : une théorie dynamique de la concurrence*, thèse, Université Lille 1.

Melmiès, J. (2015), « Effects of Competition upon Profit Margins from a Post Keynesian Perspective », dans J. Tae-Hee et T. Zdravka (dir.), *Advancing the Frontiers of Heterodox Economics : Essays in Honor of Frederic S. Lee*, Londres, Routledge, p. 154-172.

Melmiès, J. (2016), « Industrial Seigniorage : The Other Face of Competition », *Review of Radical*

Political Economics, vol. 49, nº 2, p. 286-302.

Robinson, J. (1933), *L'Économie de la concurrence imparfaite*, trad. fr. A. Covindassamy, Paris, Dunod, 1975.

Stockhammer, E. (2013), « Why Have Wage Share Fallen ? A Panel Analysis of the Determinants of the Functional Income Distribution », ILO.org.

Wood, A. (1975), *A Theory of Profits*, Cambridge, Cambridge University Press.

---

1. De la réponse à cette question découlent en effet les choix en termes de prix, de production et donc de marge de profit des firmes.

2. Ce n'est qu'ultérieurement que Kalecki et Robinson rejetteront la maximisation du profit.

3. Cette théorie se retrouve dans des travaux non post-keynésiens, comme ceux d'Edward Chamberlin (1933), ainsi que dans des travaux de l'économie industrielle.

4. On en trouvera une présentation synthétique dans Lavoie (2004), et une présentation plus détaillée dans Lavoie (2014).

5. Voir chapitre 2.

6. Compte tenu aussi d'autres paramètres : le taux d'intérêt, les exigences de distribution de dividendes, etc.

7. Cette formulation explicite du lien entre marge de profit et financement de l'investissement émerge également chez des auteurs français durant la même période, notamment chez Raymond Courbis (1968).

8. Quant à saisir les implications macroéconomiques de cette réorientation des entreprises, c'est une autre histoire, qui mobilise les modèles macroéconomiques de croissance et de répartition (voir chapitre 11).

CHAPITRE 17

Politique budgétaire et dette publique : les enjeux de l'intervention de l'État

Éric Berr, Orsola Costantini, Matthieu Llorca, Virginie Monvoisin et Mario Seccareccia

La politique budgétaire – qui agit sur le niveau et l'orientation des dépenses publiques et des recettes fiscales – et la question de l'endettement de l'État sont l'objet de nombreuses controverses, tant théoriques que politiques. Mais, plus encore, elles expriment les différences fondamentales qui définissent les écoles de pensée quant à leur conception de l'État, son rôle dans l'économie et la place de la politique publique. Au gré de ces débats et de l'évolution de la conjoncture, la politique budgétaire a été tantôt un levier privilégié de l'action politique, tantôt la cible de vives critiques.

Si, grâce aux travaux précurseurs de John Maynard Keynes – mais également à ceux de Michał Kalecki, de Joan Robinson, de Nicholas Kaldor et d'autres encore –, la politique budgétaire a connu son âge d'or lors des Trente Glorieuses (1945-1975), elle a depuis été fortement décriée, notamment par les institutions internationales – FMI, Banque mondiale – et européennes – Commission européenne. Depuis les années 2000, la politique budgétaire discrétionnaire « keynésienne » a, par exemple, été évincée dans la zone euro en raison de l'introduction de règles budgétaires telles que celles contenues dans le Pacte de stabilité et de croissance, qui la cantonnent à réduire les dépenses publiques ainsi qu'à minimiser la place de l'État dans l'économie. Dans ces conditions, l'instrument budgétaire a été relégué au second rang, négligé par les gouvernements – avec les exceptions notables du Japon depuis les années 1990 ou des États-Unis depuis 2001 –, au profit de la politique monétaire mise en œuvre par les banques centrales.

La crise économique et financière de 2007-2008 a toutefois entraîné un changement – temporaire – de position concernant l'usage de l'outil budgétaire puisque nombre de gouvernements, quelle que soit leur orientation politique, ont accru leurs dépenses afin d'y faire face. Néanmoins, ce « moment keynésien » – selon l'expression d'Andrea Terzi (2010) –, traduisant ce consensus de la part des gouvernements en faveur d'une intervention active de l'État, fut de courte durée[1]. À la suite du sommet du G20 de Toronto, en juin 2010, la majorité des grandes économies – sauf les États-Unis, le Japon et la Chine – appliquèrent, sous la pression des institutions internationales (FMI, 2010 ; OCDE, 2010) et des marchés financiers, des politiques d'austérité visant à réduire le niveau élevé de leur déficit budgétaire et de leur dette publique.

Ces politiques, reposant sur l'idée (fausse) que le budget d'un État devrait être géré comme celui d'un ménage, ont été généralisées dans les pays de la zone euro. Elles ont largement contribué à une nouvelle crise dans cet espace dès 2010, touchant notamment les pays du Sud de l'Europe (Grèce, Portugal, Espagne, Italie, Slovénie et Chypre) qui ont appliqué ces mesures afin d'assainir leurs finances publiques, mais qui n'ont en fait produit que récession, chômage et accroissement de leur dette publique.

Ce chapitre revient sur les instruments budgétaires utilisés, en tenant compte à la fois de la nécessité de la stabilisation économique et de la portée de la politique budgétaire, quelle qu'elle soit. Nous verrons ainsi comment Keynes a véritablement révolutionné la manière d'envisager la politique budgétaire (section 1), puis de quelle manière les post- keynésiens ont approfondi ses analyses (section 2). Toutefois, les politiques mises en œuvre afin de sortir de la crise économique qui nous touche depuis fin 2007 montrent que la partie n'est pas gagnée pour l'économie post-keynésienne (section 3).

1. Le rôle de la politique budgétaire chez Keynes

La politique budgétaire est essentielle pour Keynes. En soutenant la demande, elle permet de limiter les effets récessifs d'une crise et favorise la reprise de l'activité économique. En finançant les infrastructures et les services publics sur le long terme, elle participe à l'amélioration du bien-être collectif et à la réalisation du plein-emploi. Si Keynes ne cesse, dès la fin des années 1920, de plaider en faveur de politiques budgétaires contracycliques, c'est à partir de 1932, date à laquelle il rejette la théorie des fonds prêtables en vertu de laquelle l'investissement doit être financé par une épargne préalable, qu'il fait un pas décisif dans la reconnaissance de l'importance de la politique budgétaire, ce qui lui permettra, dans la *Théorie générale*, d'en faire un outil majeur dans la recherche du plein-emploi.

1.1. L

La relation entre l'investissement et l'épargne est à la base de l'opposition entre, d'un côté, Keynes et les post-keynésiens, de l'autre, les classiques et les néoclassiques[2]. Elle peut être matérialisée à partir des deux – célèbres – équations suivantes :

$$Y = C + I + G + X - M \quad (1)$$
$$Y = W + P + T \quad (2)$$

où Y est le revenu global de l'économie, C la consommation finale des ménages, I l'investissement privé, G la dépense publique, X les exportations, M les importations, W le revenu disponible des ménages, P les profits (non distribués) des entreprises, T les recettes de l'État, c'est-à-dire les impôts.

L'équation 1 définit le revenu global d'une économie sous l'angle de la demande – comment est utilisé le revenu global – tandis que l'équation 2 le définit sous l'angle du revenu – comment il est distribué. En combinant ces deux relations, nous obtenons :

$$I = (W - C) + (T - G) + P + (M - X) \quad (3)$$

Soit :

$$I = S_m + S_{pub} + S_{ent} + S_{ext} \quad (4)$$

où S_m représente l'épargne des ménages, S_{pub} l'épargne publique, définie par le solde budgétaire, S_{ent} le profit non distribué des entreprises, donc leur épargne, et S_{ext} l'épargne extérieure.

La macroéconomie pré-keynésienne repose sur le dogme de l'équilibre budgétaire défendu par les économistes classiques – Smith, Say, Ricardo. Il peut être résumé par le fait qu'une économie ne peut durablement dépenser plus qu'elle ne gagne. Dit autrement, l'investissement doit être financé par une épargne préalable. Cette idée sera reprise par la suite par le courant monétariste (Milton Friedman) à la fin des années 1960, par la nouvelle école classique (Robert Lucas, Robert Barro, Finn Kydland, Edward Prescott) à partir de la fin des années 1970, mais également par l'école italienne des finances publiques[3] (Francesco Giavazzi, Marco Pagano, Alberto Alesina) dans des années 1980, ou bien encore par le nouveau consensus monétaire[4] depuis les années 1990.

Comme nous le montre la relation 4, cette épargne peut provenir des ménages qui ne consomment pas l'intégralité de leurs revenus. Elle peut également provenir des entreprises dont les profits non distribués

constituent leur épargne, ou de l'État lorsque celui-ci enregistre un excédent budgétaire. Elle peut enfin provenir de pays étrangers ayant un solde des échanges extérieurs positifs et disposant de ressources à prêter aux pays qui se trouvent dans la situation inverse. Pour les auteurs classiques et néoclassiques, c'est en promouvant l'épargne que l'on pourra favoriser l'investissement. Une telle approche permet de justifier les politiques néolibérales à l'œuvre aujourd'hui dans de nombreux pays.

En effet, promouvoir l'épargne des ménages suppose d'être bienveillant à l'égard des plus riches d'entre eux en allégeant leur fiscalité tout en veillant à ce que leur épargne ne se déprécie pas, ce qui suppose de maintenir des taux d'intérêt réels suffisamment attractifs. Promouvoir l'épargne des entreprises suppose d'engager des politiques de compétitivité, c'est-à-dire des politiques d'offre, visant à abaisser les coûts de production des entreprises – et en particulier le coût du travail – afin d'accroître leurs profits, en vertu du théorème de Schmidt – du nom du chancelier ouest-allemand qui l'énonça en 1974 – selon lequel « les profits d'aujourd'hui sont les investissements de demain et les emplois d'après-demain ». Cela nécessite que les entreprises puissent opérer sur des marchés concurrentiels, bénéficier de financements moins coûteux – supposés être disponibles sur des marchés financiers qu'il convient de libéraliser –, de règles plus souples – notamment en ce qui concerne le marché du travail –, et que leur activité ne soit pas entravée par celle de l'État. Promouvoir l'épargne publique doit conduire l'État à dégager un excédent budgétaire – ou, à tout le moins, à rechercher l'équilibre budgétaire –, ce qui suppose de mettre en place des politiques d'austérité reposant principalement sur une réduction des dépenses publiques. Attirer enfin l'épargne étrangère implique de libéraliser l'économie afin de la rendre attractive pour les capitaux étrangers.

La révolution keynésienne va consister à renverser le lien de causalité entre l'investissement et l'épargne[5]. Après une longue controverse avec Dennis Robertson, c'est en 1932 que Keynes arrive à la conclusion que, dans une économie monétaire, un revenu ne peut être que le résultat d'une dépense préalable, quelle que soit la façon dont cette dépense est financée. En effet, épargner nécessite d'avoir obtenu un revenu qui lui-même ne peut provenir – directement ou indirectement – que d'une production, qui a elle-même nécessité un investissement.

C'est donc la dépense d'investissement (qu'elle soit publique ou privée), financée par endettement, qui va être génératrice de revenus pour les entreprises – donc potentiellement de profits – mais aussi pour les ménages, qui pourront en consommer une partie et épargner le reste. Cette dépense d'investissement est déterminée par le niveau de production désiré, lui-même dépendant de deux facteurs principaux qui sont à la base des politiques keynésiennes de demande : les perspectives de ventes, les entreprises anticipant la demande de biens et services qu'elles pensent devoir satisfaire tandis que l'État anticipe les besoins collectifs à fournir ; le degré de confiance en l'avenir. Si la dépense initiale est judicieuse, elle engendrera, grâce à l'effet multiplicateur popularisé par Keynes, une augmentation du revenu global plus que proportionnelle à la dépense initiale, enclenchant ainsi un cercle économique vertueux où l'optimisme ambiant incite les ménages à dépenser plus, les entreprises à accroître le niveau de leur production, donc à offrir des débouchés supplémentaires à d'autres entreprises et à embaucher plus, engendrant une distribution de revenus additionnels qui alimentera la demande de biens et services, incitant les entreprises à plus produire, etc.[6].

1.2. L'

C'est assurément à Keynes que l'on doit, dans les années 1930, l'invention du concept moderne de

politique budgétaire. Il théorise en effet l'utilisation de l'instrument budgétaire pour influencer le niveau de la demande agrégée, en mettant notamment l'accent sur une nouvelle mission de l'État, la régulation conjoncturelle, et une nouvelle responsabilité, le chômage.

Lors de sa participation au comité Macmillan, en février 1930, il critique le dogme de l'équilibre budgétaire et met en avant l'importance de l'investissement public, militant pour la mise en œuvre de politiques de travaux publics financées par l'emprunt.

> L'investissement réalisé par l'État brisera le cercle vicieux. Si on peut arriver à faire cette politique pendant quelques années, cela aura comme effet, si mon diagnostic est exact, de restaurer les profits des entreprises à un niveau normal, et l'entreprise privée repartira. Je pense qu'avant tout on doit faire quelque chose pour restaurer les profits et ensuite compter sur l'entreprise privée pour poursuivre le mouvement[7]. (Keynes, 1978a, p. 120)

Cependant, comme nous venons de le voir, c'est en 1932 qu'il accomplit le pas décisif en montrant que l'investissement ne dépend pas d'une épargne préalable, mais qu'il est financé par l'emprunt, entérinant ainsi le fait que ce ne sont pas les dépôts qui font les crédits mais bien les crédits qui font les dépôts[8]. Ce renversement du lien de causalité unissant l'investissement et l'épargne permet à Keynes de justifier l'intervention et le rôle central de l'État.

Dans la *Théorie générale*, il donne à l'État deux motifs d'intervention en matière de stabilisation. D'une part, l'instabilité des comportements privés, répondant à des anticipations spontanées qu'il appelle les « esprits animaux »[9], est, selon lui, susceptible de conduire à des excès d'optimisme, suivis d'excès de pessimisme. D'autre part, il note l'absence de correction automatique des déséquilibres. Cela justifie que le budget public soit utilisé pour atténuer l'ampleur des cycles d'activité au moyen de politiques dites contracycliques et de façon expansive pour garantir le plein-emploi.

Keynes explique en effet que l'État, *via* la politique budgétaire, doit orienter l'investissement productif.

> Pour notre part, nous sommes aujourd'hui assez sceptiques sur les chances de succès d'une politique purement monétaire destinée à agir sur le taux d'intérêt. Nous nous attendons à voir l'État, qui est en mesure de calculer l'efficacité marginale des biens capitaux avec des vues lointaines et sur la base de l'intérêt général de la communauté, prendre une responsabilité sans cesse croissante dans l'organisation directe de l'investissement. (Keynes, 1936, p. 178)

En effet, pour lui, la cause majeure des fluctuations globales est à chercher dans la volatilité des anticipations des agents économiques, principalement dans le domaine de l'investissement. Or l'avenir incertain rend difficile la coordination spontanée des projets des producteurs et des consommateurs, de sorte que l'intervention de l'État s'avère nécessaire. C'est ainsi que Keynes est amené à recommander ce qu'il nomme la socialisation de l'investissement, à savoir un contrôle social de l'investissement par l'État, autrement dit une augmentation de l'investissement public afin de combler les lacunes de l'investissement privé pour atteindre un niveau cohérent avec le plein-emploi.

Le soutien à la croissance économique dans le but d'obtenir le plein-emploi passe donc par un

volume suffisant d'investissements publics, ce qui nécessite d'accepter un déficit budgétaire, constituant alors la demande effective additionnelle qui élève le niveau de l'emploi. Par conséquent, il ne faut pas hésiter à enfreindre les anciens tabous, en l'occurrence la règle de l'équilibre du budget défendue par les économistes classiques et néoclassiques, en menant une politique discrétionnaire active – le *deficit spending* – imposée par les circonstances, puisque les dépenses de l'État contribuent à accroître le revenu.

Cependant, Keynes n'est pas, comme ses détracteurs le laissent penser, un fervent promoteur du déficit public. Il précise sa pensée en matière de politique budgétaire à long terme dans les *Treasury Memoranda* (1943-1944), où il expose notamment sa vision concernant la composition des dépenses publiques. Il indique sa préférence pour une intervention de l'État centrée sur les dépenses d'investissement, qui lui paraissent plus efficaces que des mesures de relance de la consommation – telles que la baisse de l'impôt sur le revenu.

> En premier lieu […], une diminution de la pression fiscale sur laquelle les gens ne penseraient pouvoir compter que durant une période courte et non définie peut très bien n'avoir que des effets limités sur la stimulation de leur consommation. Et si cela marche, il serait extrêmement difficile d'un point de vue politique de revenir à la pression fiscale antérieure lorsque la situation du chômage se sera améliorée […]. En second lieu, il n'est pratiquement pas plus facile politiquement de faire accepter à l'homme de la rue les incitations à la consommation en période difficile que celles visant la dépense en capital. (Keynes, 1978b, p. 319)

Keynes fait toutefois une exception, en étant favorable à la proposition de James Meade qui consiste à faire varier les charges sociales de façon contracyclique :

> […] à ce sujet, monsieur Meade va faire une proposition qui, je pense, mérite d'être considérée, à savoir que le montant des contributions employeurs et salariés au fonds de sécurité sociale devrait varier en fonction de la situation de l'emploi, augmentant lorsque le chômage passe en dessous d'un niveau critique et diminuant quand il passe au-dessus. Il souligne que l'avantage de cette mesure est qu'elle n'est pas sujette au phénomène d'effet retard qui s'applique à la fiscalité directe, mais qu'elle peut être appliquée et avoir un effet très rapide. (Keynes, 1978b, p. 278)

Keynes fait la distinction entre un budget ordinaire – ou budget courant – et un budget en capital. Le premier poste finance les dépenses de fonctionnement, alors que le second est destiné à l'investissement.

> Je suggérerais que l'on ait un budget ordinaire en excédent, excédent qui serait transféré au budget en capital, remplaçant ainsi graduellement une dette qui est un véritable poids mort par une dette productive ou semi-productive. (Keynes, 1978b, p. 277)

Cela n'empêche pas, pour Keynes, que le budget global puisse être en déficit. Mais ce déficit ne peut

résulter que d'une politique d'investissement et non d'un accroissement des dépenses de fonctionnement[10]. Dans ces conditions, l'endettement public, dès qu'il est productif, se justifie pleinement puisqu'il participe à la politique de socialisation de l'investissement. Keynes fait ainsi la distinction entre deux catégories de dette publique : l'une destinée au financement des dépenses d'investissement social et considérée comme productive ; l'autre, non productive, liée au financement des dépenses courantes ou des guerres.

2. Les principes de la politique budgétaire post-keynésienne

Prolongeant la voie ouverte par Keynes, l'école post-keynésienne va consacrer le rôle central de l'État et de la politique budgétaire discrétionnaire. Adoptant une démarche reposant sur la finance fonctionnelle, qui s'oppose aux analyses orthodoxes prônant l'équilibre budgétaire, les post-keynésiens disposent ainsi d'un outil leur permettant de relever les grands défis économiques contemporains.

2.1. L

Le concept de finance *fonctionnelle* a été développé par Abba Lerner (1943)[11] et irrigue les politiques budgétaires post-keynésiennes. Lerner s'oppose au dogme de la « finance saine » mis en avant par les économistes néoclassiques et qui repose sur la recherche de l'équilibre budgétaire de l'État. Pour lui, le principal objectif économique d'un État est de favoriser la prospérité économique. Celui-ci doit donc fixer les dépenses publiques et les impôts à des niveaux tels que l'économie puisse atteindre le plein-emploi sans inflation, sans se préoccuper de la position du solde budgétaire – en excédent ou en déficit – et en reléguant la question de la dette publique au second plan. Pour les approches keynésienne et post-keynésienne, l'un des principes fondamentaux d'une économie monétaire est qu'un revenu ne peut être que le résultat d'une dépense préalable, quelle que soit la façon dont cette dépense est financée. Ainsi, la contrainte d'épargne disparaissant, la politique budgétaire peut s'appuyer sur le déficit budgétaire comme levier d'action, d'autant que ce dernier génère des effets multiplicateurs sur le revenu.

Pour les post-keynésiens, même s'il est possible pour un agent individuel – entreprise ou ménage –, donc au niveau microéconomique, de financer ses dépenses par le biais de son épargne, au niveau macroéconomique, l'épargne ne peut jamais être une source de financement des dépenses. Au contraire, dans une économie monétaire, l'épargne est toujours le résultat d'un endettement, qu'il provienne du secteur privé ou du secteur public. D'ailleurs, selon la comptabilité nationale, l'épargne du secteur privé n'est rien d'autre que la contrepartie de l'endettement net du secteur public – le déficit budgétaire – et de l'endettement net des étrangers – représenté par un surplus du compte courant vis-à-vis du reste du monde. C'est ce que montre l'équation de profits de Kalecki (1933, p. 83), qui peut être déduite de la relation 3 :

$$P + S_m = I + D + L \qquad (5)$$

où P est l'épargne des entreprises (c'est-à-dire leur profit), I l'investissement privé, D le déficit budgétaire (égal à $G - T$), L le solde des exportations nettes (égal à $X - M$) et S_m l'épargne des ménages.

Il ressort de cette équation que le déficit budgétaire – tout comme l'investissement privé et les exportations nettes – est un facteur déterminant du profit des entreprises, ce que Kalecki a résumé de la façon suivante :

> […] il est clair que les capitalistes peuvent décider de consommer et d'investir plus d'une période à l'autre, mais ils ne peuvent décider de gagner plus. C'est donc leurs décisions d'investissement et de consommation qui déterminent les profits, et non l'inverse. (Kalecki, 1933, p. 78-79 ; notre traduction)

Pour Keynes et Kalecki, la stagnation à long terme, dont ils ont été les témoins dans les années 1930, n'était pas une conséquence inéluctable d'un surendettement du secteur public, comme cela avait été défendu par les économistes orthodoxes à cette époque, et comme cela est aujourd'hui encore affirmé par leurs descendants. Bien au contraire, la stagnation économique de cette période était due à un manque de volonté politique de la part des décideurs politiques, se refusant à stimuler suffisamment les économies capitalistes par les dépenses publiques et, en particulier, par les investissements publics, qui devaient servir de moteur de croissance à long terme (Seccareccia, 1995 ; 2011). Force est de constater qu'en s'entêtant à promouvoir des politiques d'austérité budgétaire, en particulier en Europe, nous répétons aujourd'hui les mêmes erreurs.

Les post-keynésiens s'inscrivent dans les pas de Keynes et de Kalecki, et considèrent que, lorsque le secteur privé ne parvient pas à générer une croissance suffisante pour maintenir un faible niveau de chômage, il est de la responsabilité du secteur public de stimuler la croissance par le biais du déficit budgétaire. L'endettement public, destiné à financer des dépenses en capital, a des vertus multiplicatrices qui stimulent la demande et exercent un effet bénéfique sur l'activité économique sans perturber son financement (Seccareccia et Sharpe, 1993).

2.2. L

L'analyse du budget et de la dette permet alors d'envisager des propositions alternatives en matière de politique économique. L'intervention de l'État a des vertus stabilisatrices pour l'économie, permet d'envisager une meilleure répartition des revenus et ouvre de nouvelles perspectives, notamment en matière de plein-emploi et de développement durable.

Pour les post-keynésiens, les inégalités de revenu dépriment la demande effective et sont un frein à la croissance. Ils se prononcent ainsi en faveur d'une fiscalité progressive et d'une meilleure répartition des richesses, qui, en soutenant notamment les revenus des plus pauvres, maintiendrait un niveau de demande favorable à l'emploi. John Nevile et Peter Kriesler (2011) mettent quant à eux en avant le besoin de cibler la relance budgétaire à court terme sur des transferts rapides à destination des ménages, en particulier les plus pauvres. Outre ces considérations d'équité, ces ménages ont également la propension à dépenser la plus forte et achètent moins de produits importés que les plus riches. Toutefois, au cours du temps, la relance budgétaire devrait progressivement se focaliser sur les dépenses en capital, à la fois physique et humain, afin d'augmenter la demande globale, mais également sur l'offre et sur le potentiel de l'économie. La hausse conséquente du PIB augmentera d'elle-même le montant des recettes fiscales, de sorte que la dépense publique s'autofinancera.

Hyman Minsky quant à lui met l'accent sur ce qu'il nomme le *Big Government* (1986, p. 17). Il considère que le rôle de l'État est de préserver le plein-emploi, d'assurer la stabilité économique et de soutenir les profits des capitalistes lorsque l'investissement chute. Dans ces conditions, l'État, en ayant recours à une politique budgétaire contracyclique, permet de fournir une gestion de la demande efficace et de limiter l'ampleur de la récession lorsque l'économie s'effondre. Si Minsky s'intéresse à la question de la taille de l'État, c'est qu'il juge qu'elle devrait être suffisamment importante pour que les fluctuations de l'investissement privé soient compensées par des variations du déficit budgétaire, de sorte que les profits soient stabilisés. En effet, les déficits budgétaires se traduiront par des profits bruts plus importants pour les entreprises, leur permettant de rembourser leurs dettes. Dans ces conditions, Minsky considère que le budget de l'État doit représenter entre 20 et 50 % du PIB afin d'être du même ordre de grandeur que

l'investissement privé (1986, p. 330).

En définitive, l'usage de la politique budgétaire et du déficit budgétaire chez les post-keynésiens a pour but d'assurer de forts niveaux d'activité économique (Arestis et Sawyer, 1998 ; 2003 ; 2010a ; 2010b ; 2011), afin de pallier l'insuffisance de la demande globale, et d'atteindre le plein-emploi, mais également de réduire l'incertitude ou, en utilisant les mots de Minsky, de « stabiliser une économie instable ». Certains proposent d'instaurer un travail garanti[12] (Mitchell, 2001) ou de faire jouer à l'État le rôle d'employeur en dernier ressort[13], à travers lequel le secteur public maintient une offre d'emploi à salaire fixé à toute personne qui ne trouve pas d'emploi par ailleurs. La garantie d'emploi, précisément calibrée au niveau du chômage, évite ainsi les problèmes de délais et de retards associés à la mise en œuvre de mesures de relance (Mitchell et Wray, 2005).

Certains post-keynésiens recommandent également d'avoir recours à la politique budgétaire pour promouvoir un développement soutenable[14] (Courvisanos, 2012). Le concept de « *New Deal* vert » a notamment été avancé en vue de répondre à la crise de 2007-2008. L'idée est de privilégier les investissements en infrastructures propres, mais aussi de promouvoir des crédits d'impôts, des prêts garantis ou encore des taxes afin de sortir de la dépendance au carbone et au pétrole. La politique budgétaire post-keynésienne s'avère donc capable d'atteindre le plein-emploi dans le cadre de modèles de développement plus soutenables (Courvisanos, Laramie et Mair, 2009).

3. Les politiques budgétaires depuis la crise de 2007-2008 : entre « moment keynésien » et austérité

Le déclenchement de la crise des *subprimes* a provoqué une remise en question des politiques budgétaires menées dans les années 1990-2000 et fondées sur le dogme de la « finance saine » et la recherche de budgets équilibrés – ou même excédentaires. Le « moment keynésien » qui s'en est suivi a permis d'atténuer les effets les plus durs de la crise, avant que les décideurs politiques, en particulier en Europe, ne retournent à leurs démons « austéritaires » et aggravent la situation de nombreux pays. L'économie post-keynésienne offre pourtant une alternative crédible.

3.1. L

Sommés de soutenir leurs économies entrées en récession et de sauver de la faillite les institutions financières pourtant à l'origine de cette crise, la plupart des États vont mettre en place des politiques budgétaires contracycliques, accroissant ainsi leur déficit budgétaire et leur dette publique (figures 17.1 et 17.2).

Figure 17.1. Solde budgétaire de l'ensemble du secteur public, en pourcentage du PIB des pays du G7, 2000-2015 (d'après les données de l'OCDE)

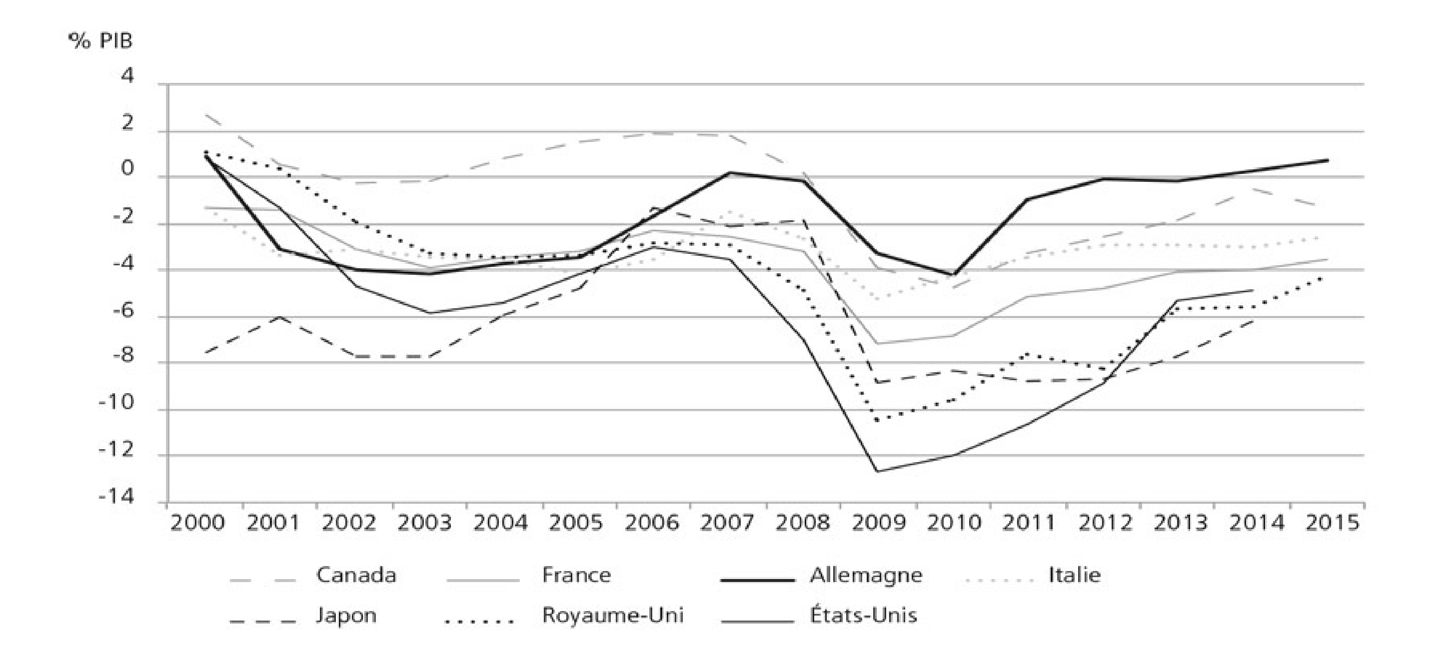
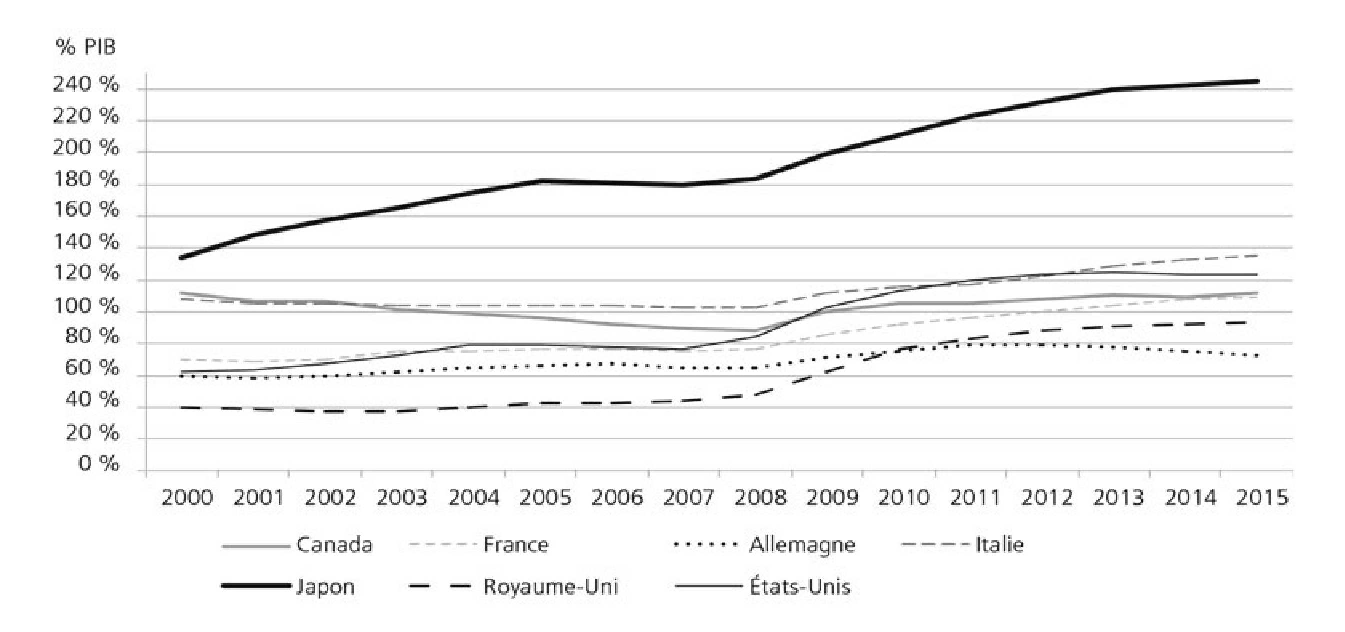


Figure 17.2. Ratio de l'ensemble de la dette brute du secteur public, en pourcentage du PIB des pays du G7, 2000-2015 (d'après les données de l'OCDE)



Conformément aux préceptes post-keynésiens, ces politiques soutiennent l'activité économique en suppléant la défaillance de la demande privée et, dès 2010, une légère reprise s'amorce[15]. Les États-Unis, qui vont maintenir des niveaux de déficit budgétaire importants – entre 5 % et 12 % du PIB sur la période 2009-2014 –, sont également ceux qui verront leur croissance repartir plus vite (figure 17.3) et leur chômage diminuer plus fortement. En Europe, les pays membres de la zone euro, prisonniers d'un Pacte de stabilité et de croissance qui les enjoint de limiter leur déficit budgétaire à 3 % de leur PIB et leur dette publique à 60 % du PIB, vont très rapidement renouer avec des politiques budgétaires restrictives, aggravant les maux de nombre d'entre eux qui, en 2015, n'avait toujours pas retrouvé le niveau de PIB d'avant la crise (figure 17.3).

Figure 17.3. Produit intérieur brut réel, 1996-2015 (d'après les données de l'OCDE)

Indice du PIB réel (2001=100)
140
130
120
110
100
90
80
1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015
Canada
France
Allemagne
Grèce
Italie
Portugal
Espagne
Royaume-Uni
États-Unis

En effet, en 2010, lorsque le gouvernement grec annonce l'existence d'une dette publique bien plus grande que ce que les gouvernements précédents avaient déclaré, les opérateurs des marchés financiers – et notamment les banques – vont se mettre à spéculer contre la dette d'États auxquels ils

doivent pourtant leur survie, fragilisant la situation de ceux-ci. C'est ainsi que le discours orthodoxe de la « finance saine » va revenir en force (Alesina et Ardagna, 2010 ; Reinhart et Rogoff, 2010). Sous la pression des marchés financiers, l'austérité budgétaire (re)devient la règle. Si le « moment keynésien » est terminé, le Fonds monétaire international doit pourtant reconnaître dès 2012 qu'il a très largement sous-estimé l'effet multiplicateur de la dépense publique (FMI, 2012), et donc l'impact récessif des politiques d'austérité qu'il promeut. Cela n'empêchera pas les pays européens de persévérer dans l'erreur.

3.2. L'

Les politiques budgétaires appliquées en Europe, sous l'égide de la Commission européenne, de la BCE et du FMI – la fameuse « troïka » – trahissent une vision des questions économiques très dogmatique. Imposées aux pays du Sud de l'Europe membres de la zone euro – à savoir la Grèce, le Portugal, l'Espagne, l'Italie, mais aussi la Slovénie ou Chypre – en contrepartie d'une assistance financière, elles se sont révélées complètement inefficaces, que ce soit en termes de croissance, de chômage, ou bien encore de réduction de la dette publique.

Tableau 17.1. Taux de croissance, taux de chômage et évolution de la dette publique dans les pays du Sud de l'Europe, entre 2009 et 2014 (calculs des auteurs à partir des données d'Eurostat)

	Grèce	*Portugal*	*Espagne*	*Italie*	*Slovénie*	*Chypre*	*Sud de l'Europe (cumul des six pays)*	*Zone euro*
Taux de croissance moyen du PIB réel (%)	– 4,8	– 1,2	– 1,3	– 1,4	– 1,1	– 1,8	– 1,9	– 0,2
Taux de chômage moyen (en % de la population active)	19,8	13,7	22,4	10,0	8,4	10,6	14,1	10,8
Taux de variation de la dette publique (%)	5,1	35	45	17,1	58,6	47,1	25,3	21,8

Les institutions internationales et européennes ont justifié l'application de ce type de mesures en juin 2010 lors du sommet du G20 de Toronto. Il s'agissait de « venir en aide » à des pays ayant des niveaux de déficit budgétaire et de dette publique jugés insoutenables et dont la confiance s'érodait auprès des créanciers, entraînant de ce fait une hausse des taux d'intérêt appliqués sur leur dette publique qui n'a fait qu'alourdir les charges d'intérêts payées par ces États.

L'application de ces mesures d'austérité, matérialisées par des coupes dans les dépenses publiques et des hausses – ciblées – d'impôt, n'a pas permis de réduire les déficits budgétaires et les dettes publiques, ce qui n'est pas surprenant si l'on adopte une grille de lecture post-keynésienne. En effet, réduire la dépense publique dans un contexte récessif, donc adopter des politiques économiques procycliques, ne fait que renforcer la contraction de la demande globale, ce qui, en vertu du principe de la demande effective cher à Keynes[16], est préjudiciable à l'investissement, donc à l'emploi et à la consommation des ménages. Il s'ensuit une contraction de la croissance économique qui incite les entreprises à réviser leurs anticipations de vente à la baisse, réduisant à nouveau leurs investissements et provoquant une nouvelle hausse du chômage. Face à cette situation dégradée, l'État voit ses recettes fiscales diminuer, donc son déficit budgétaire s'accroître, mouvement renforcé par l'accroissement des taux d'intérêt sur la dette traduisant la défiance accrue des marchés financiers envers ces États.

La Grèce est aujourd'hui un cas d'école de cet enfermement idéologique mortifère. Trois « plans de sauvetage » – conclus entre 2010 et 2015 – fondés sur des politiques d'austérité ont conduit aux résultats suivants : le PIB de la Grèce a baissé de 25 % depuis 2008, tandis que les salaires et les pensions de retraite ont diminué de 40 %, tout comme les dépenses de santé et d'éducation. Le taux de chômage dépasse les 25 %. La dette publique, que les politiques imposées par la troïka étaient supposées réduire, est passée de 110 % du PIB en 2008 à… 175 % aujourd'hui.

Dans le cadre de l'Union européenne, les pays connaissant un taux de chômage élevé, des finances

publiques dégradées et un taux de croissance faible n'ont d'autre possibilité que de se lancer dans des politiques de compétitivité – c'est-à-dire des politiques d'offre – reposant sur une logique concurrentielle menant au dumping fiscal et social. Ainsi, le dumping fiscal mené notamment par le Luxembourg ou l'Irlande siphonne les recettes fiscales des autres États membres. Les politiques de compétitivité entraînent quant à elles un dumping social, à travers lequel chacun des pays « partenaires » cherche à exporter son chômage chez ses voisins en réduisant ses coûts de production, et en particulier le coût du travail *via* une politique de « déflation salariale » visant à gagner des parts de marché. Une telle politique pénalise également les recettes fiscales des États ainsi que les revenus des ménages.

3.3. L'

L'économie post-keynésienne propose une orientation totalement opposée, basée sur l'action contracyclique de l'État. L'objectif premier d'une telle politique est de promouvoir les dépenses en matière d'investissement public afin de provoquer un effet d'entraînement sur l'investissement privé, favorable à l'emploi et vecteur de réduction des déficits publics. Cela s'avère d'autant plus urgent que les montants d'investissement public ont été fortement réduits dans les pays membres de la zone euro (– 23 % entre 2009 et 2014, et même – 89 % en ce qui concerne les pays du Sud de l'Europe) en raison de l'application de politiques d'austérité depuis 2010.

Un tel agenda post-keynésien ne peut être mis en œuvre dans le cadre budgétaire actuel de la zone euro, construit sur des bases volontairement anti-keynésiennes et reposant sur le Pacte de stabilité et de croissance, adopté à la suite du traité d'Amsterdam de 1997, qui fixe les règles limitant le déficit budgétaire et la dette publique respectivement à 3 % et à 60 % du PIB. Il a été depuis complété par d'autres dispositifs[17] :

– le « *six-pack* », entré en vigueur en novembre 2011, qui renforce la gouvernance économique et budgétaire dans les États membres de l'Union européenne ;

– le « Pacte budgétaire européen » – ou Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance –, signé en mars 2012 par les États membres de l'Union européenne (excepté le Royaume-Uni et la République tchèque), qui renforce la discipline budgétaire à travers l'introduction d'une « règle d'or » limitant le solde structurel de l'État à – 0,5 % du PIB (ou – 1 % du PIB si sa dette publique est inférieure à 60 % du PIB) et l'engagement de l'État à réduire sa dette publique d'un vingtième par an ;

– le « *two-pack* », entré en vigueur en mai 2013 au sein de la zone euro, renforce la coordination et la surveillance économique et budgétaire à travers un contrôle des budgets nationaux – *via* le calendrier budgétaire commun – et un renforcement de la procédure de déficit excessif.

Un tel cadre n'est qu'un carcan au sein duquel la coordination des politiques budgétaires en Europe est minimale puisqu'elle ne repose que sur la discipline budgétaire et des dispositifs de contrôle et de surveillance des finances publiques pour la faire respecter. Ce cadre est pourtant arbitraire car la règle limitant le déficit budgétaire à 3 % du PIB ne repose sur aucune justification économique (Mathieu et Sterdyniak, 2003 ; Pasinetti, 1998). Il est de ce fait très largement contesté, notamment par les économistes post-keynésiens, qui voient derrière ce cadre technique une volonté d'imposer des politiques économiques d'inspiration néolibérale (Parguez, 2016).

La règle du Pacte budgétaire prend seulement en compte la composante discrétionnaire de la politique budgétaire et mesure de cette façon ce qu'on peut nommer les déficits « voulus ». Elle exclut de ce fait l'influence de la conjoncture sur le solde budgétaire – ce que l'on appelle les déficits « subis ».

Ainsi, certains économistes post-keynésiens, tel Robert Eisner (1986), soulignent la nécessité de se focaliser sur le solde budgétaire structurel, mais aussi sur la dette publique nette – qui permet de déduire du stock d'endettement brut de l'État les actifs publics qu'il détient, offrant ainsi une image plus réaliste du niveau de l'endettement public –, si l'on veut offrir de nouvelles marges de manœuvres budgétaires aux États.

Il est donc essentiel de modifier ces contraintes institutionnelles en incitant à une coordination active des politiques budgétaires entre les États membres. À partir de ces deux indicateurs – solde budgétaire structurel et dette publique nette –, on observe qu'il existe pour les pays du Sud de l'Europe (voir tableaux 17.2 et 17.3) de fortes marges de manœuvre budgétaires, qui pourraient être utilisées à la consolidation de leurs économies et permettre une sortie de crise et une reprise saine et durable.

En matière de coordination des politiques budgétaires des États membres de la zone euro, l'avènement d'une union budgétaire et fiscale, complétant l'union bancaire mise en place par la BCE depuis 2014, faciliterait l'intégration économique et financière des États membres de la zone euro. L'union budgétaire permettrait notamment des relances budgétaires coordonnées entre les pays européens en cas de choc externe, afin de rendre plus efficace l'outil budgétaire. L'union fiscale, quant à elle, permettrait de mieux lutter contre le dumping fiscal, à la condition que l'harmonisation de la fiscalité ne se fasse pas sur la base du moins-disant.

Tableau 17.2. Comparaison entre le solde budgétaire et le solde structurel dans les pays du Sud de l'Europe, en 2014 (calcul des auteurs à partir des données de l'OCDE)

	Dette publique brute (en % du PIB)	*Dette publique nette (en % du PIB)*	*Différence entre dettes publiques brute et nette (en points de PIB)*
Grèce	184,1	141,3	42,8
Portugal	150,4	107,7	42,7
Espagne	115,8	80,7	35,1
Italie	158,5	131,1	27,4
Slovénie	97,6	28,3	69,3
Sud de l'Europe (cumul des cinq pays)	141,3	97,8	43,46
Moyenne de la zone euro	111,5	73,4	38,1

Tableau 17.3. Comparaison entre les ratios de dettes publiques brute et nette dans les pays du Sud de l'Europe en 2014 (calcul des auteurs à partir des données de l'OCDE)

	Solde budgétaire (en % du PIB)	*Solde budgétaire structurel (en % du PIB)*	*Écart entre le solde budgétaire et le solde budgétaire structurel (en points de PIB)*

Grèce	– 3,6	2,5	6,1
Portugal	– 4,5	– 1,5	3
Espagne	– 5,8	– 2,4	3,4
Italie	– 3	0,5	3,5
Slovénie	– 4,9	– 3,2	1,7
Sud de l'Europe (cumul des cinq pays)	– 4,4	– 0,8	3,6
Moyenne de la zone euro	– 2,4	– 0,8	1,6

Conclusion : la politique budgétaire, une question politique

La politique budgétaire post-keynésienne représente assurément une alternative crédible aux politiques d'austérité promues par l'orthodoxie économique, dont nous avons vu que les bases théoriques étaient très contestables. La politique budgétaire étant un instrument sophistiqué de médiation d'intérêts divergents, les réticences qui s'expriment à l'encontre de sa version post-keynésienne apparaissent en définitive plus politiques qu'économiques. C'est d'ailleurs ce que Keynes pressentait en conclusion de sa *Théorie générale* lorsqu'il s'interrogeait sur la possibilité que ses idées puissent être mises en application : « Est-il chimérique d'espérer que ces idées se réaliseront ? Sont-elles trop étrangères aux motifs qui gouvernent l'évolution des sociétés organisées ? Les intérêts qu'elles desservent sont-ils plus puissants et plus apparents que ceux qu'elles favorisent ? » (Keynes, 1936, p. 375).

Références bibliographiques

Alesina, A. F., et Ardagna, S. (2010), « Large Changes in Fiscal Policy : Taxes versus Spending », *Tax Policy and the Economy*, vol. 24, p. 35-68.

Arestis, P. (2008), « Fiscal Policy within the "New Consensus Macroeconomics" Framework », dans J. Creel et M. Sawyer (dir.), *Current Thinking on Fiscal Policy*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, p. 6-27.

Arestis, P., et Sawyer, M. (1998), « Keynesian Economic Policies for the New Millennium », *Economic Journal*, vol. 108, n° 446, p. 181-195.

Arestis, P., et Sawyer, M. (2003), « On the Effectiveness of Monetary and Fiscal Policy », *Review of Social Economics*, vol. 62, n° 4, p. 441-463.

Arestis, P., et Sawyer, M. (2010a), « The Return of Fiscal Policy », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 32, n° 3, p. 327-346.

Arestis, P., et Sawyer, M. (2010b), « 21st Century Keynesian Economic Policy », dans *id.* (dir.), *21st Century Keynesian Economics*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, p. 81-119.

Arestis, P., et Sawyer, M. (2011), « A New Paradigm for Macroeconomic Policy », *International Journal of Public Policy*, vol. 7, n° 1-3, p. 22-39.

Costantini, O. (2017), « Political Economy of the Stability and Growth Pact », *European Journal of Economics and Economic Policies : Intervention*, vol. 14, n° 3, p. 333-350.

Courvisanos, J. (2012), « Sustainable Development », dans J. E. King (dir.), *The Elgar Companion to Post Keynesian Economics*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 515-523.

Courvisanos, J., Laramie, A. J., et Mair, D. (2009), « Tax Policy and Innovation : A Search for Common Ground », *European Journal of Economics and Economic Policies : Intervention*, vol. 6, n° 2, p. 271-287.

Creel, J., Ducoudré, B., Mathieu, C., et Sterdyniak, H. (2005), « Doit-on oublier la politique budgétaire ? Une analyse critique de la nouvelle théorie anti-keynésienne des finances publiques », *Revue de l'OFCE*, n° 92, p. 43-97.

Eisner, R. (1986), « The Real Federal Deficit : What It Is, How It Matters, and What It Should Be », *Quarterly Review of Economics and Business*, vol. 26, n° 4, p. 6-21.

FMI (2010), « World Economic Outlook : Rebalancing Growth », IMF.org.

FMI (2012), « Perspective de l'économie mondiale : une dette élevée et une croissance anémique », IMF.org.

Forstater, M. (2005), « Reply to Malcolm Sawyer », *Journal of Economic Issues*, vol. 39, n° 1, p. 245-255.

Kalecki, M. (1933), « The Determinants of Profits », reproduit dans *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy, 1933-1970*, Cambridge, Cambridge University Press, 1971, p. 78-88.

Keynes, J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, 2e éd., trad. fr. J. de Largentaye, Paris, Payot, 1969.

Keynes, J. M. (1978a), *Activities 1929-1931 : Rethinking Employment and Unemployment Policies*, dans

The Collected Writings of John Maynard Keynes, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, t. 20.

Keynes, J. M. (1978b), *Activities 1940-1946, Shaping the Post-War World : Employment and Commodities*, dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, t. 27.

Kriesler, P., et Lavoie, M. (2007), « The New Consensus on Monetary Policy and Its Post-Keynesian Critique », *Review of Political Economy*, vol. 19, n° 3, p. 387-404.

Lavoie, M., et Seccareccia, M. (2017), « Editorial to the Special Issue : The Political Economy of the New Fiscalism », *European Journal of Economics and Economic Policies : Intervention*, vol. 14, n° 3, p. 291-295.

Lerner, A. P. (1943), « Functional Finance and the Federal Debt », *Social Research*, vol. 10, n° 1, p. 38-51.

Mathieu, C., et Sterdyniak, H. (2003), « Réformer le Pacte de stabilité : l'état du débat », *Revue de l'OFCE*, n° 84, p. 145-179.

Minsky, H. P. (1986), *Stabiliser une économie instable*, trad. fr. A. Verkaeren, révision S. Charles et A. Lalucq, Paris, Institut Veblen-Les petits matins, 2015.

Mitchell, W. F. (2001), « The Job Guarantee and Inflation Control », dans E. Carlson et W. F. Mitchell (dir.), *Achieving Full Employment : Supplement to* The Economic and Labour Relations Review, vol. 12, n° 1, p. 10-26.

Mitchell, W. F., et Wray, R. L. (2005), « In Defense of Employer of Last Resort : A Response to Malcolm Sawyer », *Journal of Economic Issues*, vol. 39, n° 1, p. 235-244.

Nevile, J. W., et Kriesler, P. (2011), « Why Keynesian Policy Was More Successful in the Fifties and Sixties than in the Last Twenty Years », *Economic and Labour Relations Review*, vol. 22, n° 1, p. 1-16.

OCDE (2010), « Restoring Fiscal Sustainability : Lessons for the Public Sector », OECD.org.

Orio, L., et Quilès, J.-J. (2009), *Keynes. Les enjeux de la* Théorie générale, Paris, Armand Colin.

Pasinetti, L. L. (1998), « The Myth (or Folly) of the 3 % Deficit / GDP Maastricht "Parameter" », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 22, n° 1, p 103-116.

Parguez, A. (2016), « Economic Theories of Social Order and the Origins of the Euro », *International Journal of Political Economy*, vol. 45, n° 1, p. 2-16.

Reinhart, C. A., et Rogoff, K. S. (2010), « Growth in Time of Debt », *American Economic Review*, vol. 100, n° 2, p. 573-578.

Sawyer, M. (2003), « Employer of Last Resort : Could It Deliver Full Employment and Price Stability ? », *Journal of Economic Issues*, vol. 37, n° 4, p. 881-908.

Seccareccia, M. (1995), « Keynesianism and Public Investment : A Left-Keynesian Perspective on the Role of Government Expenditures and Debt », *Studies in Political Economy*, n° 46, p. 43-78.

Seccareccia, M. (2011), « The Role of Public Investment as Principal Macroeconomic Tool to Promote Long-Term Growth : Keynes's Legacy », *International Journal of Political Economy*, vol. 40, n° 4, p. 62-82.

Seccareccia, M., et Sharpe, A. (1993), « Déficits budgétaires et compétitivité du Canada : une analyse critique », dans P. Paquette et M. Seccareccia (dir.), *Les Pièges de l'austérité*, Montréal-Grenoble, Presses de l'université de Montréal-Presses universitaires de Grenoble, p. 131-153.

Terzi, A. (2010), « The "Keynesian Moment" in Policymaking, the Perils Ahead, and a Flow-of-Funds Interpretation of Fiscal Policy », The Levy Economics Institute, document de travail n° 614.

---

1. Cette approche s'appuie sur le *new consensus* néo-keynésien, qui restreint l'usage des politiques budgétaires à deux cas : quand un pays traverse une crise économique ou quand il est en phase d'« émergence économique » – c'est-à-dire quand son taux de croissance s'accélère, le montant des investissements en matière d'infrastructures est élevé et son marché intérieur se développe. Cet usage doit être flexible et discrétionnaire (Kriesler et Lavoie, 2007). Cette forme spécifique de politique budgétaire a été parfois qualifiée de « nouveau fiscalisme » (Lavoie et Seccareccia, 2017).

2. Sur la question de la relation entre l'épargne et l'investissement, cf. Orio et Quilès (2009).

3. Pour une présentation détaillée de ce courant, dénommé NAK (pour *new anti-Keynesian*), cf. Creel *et al.* (2005).

4. Pour une analyse de la politique budgétaire dans le cadre du nouveau consensus monétaire, cf. Arestis (2008).

5. Pour plus de détails sur ce point, voir chapitres 1 et 7.

6. Nous ne rentrons pas à ce stade dans le débat, qu'il est cependant indispensable de mener, sur ce qu'il convient de produire dans un monde confronté à une contrainte environnementale toujours plus forte. Le caractère « soutenable » des analyses de Keynes et des post-keynésiens sera discuté au chapitre 23.

7. Pour Keynes (1978a ; 1978b), notre traduction.

8. Voir chapitres 1 et 7.

9. Voir chapitre 1.

10. D'ailleurs, la dépense d'investissement initiale doit engendrer un supplément d'activité qui implique des recettes fiscales en hausse et un moindre recours aux programmes sociaux, favorisant ainsi l'excédent du budget ordinaire.

11. Voir chapitre 18.

12. Signalons toutefois que d'autres auteurs post-keynésiens (Sawyer, 2003 ; Forstater 2005) ne sont pas convaincus par ces recommandations, en raison notamment de la faible productivité des emplois garantis.

13. Voir chapitre 18.

14. Voir chapitre 23.

15. Notons toutefois que, même dans ce bref « moment keynésien », les politiques mises en place n'avaient pas pour but de réduire les inégalités, qui ont d'ailleurs continué de croître, tandis que le sauvetage de nombreuses institutions bancaires et financières par les États n'a conduit ni à la socialisation de l'investissement espérée par Keynes ni à une véritable régulation des marchés financiers.

16. Voir chapitre 1.

17. Une première réforme du Pacte de stabilité et de croissance a lieu en 2005, alors que l'Allemagne dépasse les limites budgétaires autorisées, qui conduit à modifier les règles de calcul en se référant dorénavant au déficit structurel (Costantini, 2017). Celui-ci mesure l'ampleur estimée du déficit budgétaire, hors paiement des intérêts sur la dette et corrigé des fluctuations cycliques.

CHAPITRE 18

L’employeur en dernier ressort : une idée post-keynésienne pour assurer le plein-emploi permanent

Quirin Dammerer, Antoine Godin et Dany Lang

La préoccupation majeure de Keynes dans la *Théorie générale* n'est pas tant d'assurer la croissance que de garantir le plein-emploi, le chômage de masse étant le problème central de son temps avec les inégalités. Aujourd'hui s'y ajoute également celui de l'urgence écologique, qui appelle à penser des politiques keynésiennes permettant d'assurer le plein-emploi sans pour autant stimuler les activités polluantes. Les politiques d'employeur en dernier ressort (EDR) sont une voie possible pour y parvenir.

Ce chapitre aborde successivement les textes fondateurs d'une politique d'EDR et en particulier les contributions de John Maynard Keynes, d'Abba Lerner et de Hyman Minsky (section 1). Nous montrons en quoi le concept d'EDR est pertinent pour faire face aux défis contemporains (section 2) et présentons certaines des critiques qui lui sont adressées (section 3). Nous finissons par la mise en œuvre des programmes d'EDR et les obstacles qu'ils sont susceptibles de rencontrer (section 4).

1. Les textes fondateurs d'une politique de l'emploi atypique

Keynes, Lerner et Minsky peuvent être considérés comme les principaux inspirateurs des politiques d'EDR. Cette partie propose donc un tour d'horizon de leurs analyses en matière de plein-emploi. Tous partagent l'idée que le plein-emploi permanent est possible et souhaitable.

1.1. K

La *Théorie générale* de Keynes est tout entière tournée vers la résolution du chômage. Dans le dernier chapitre de son œuvre majeure, il souligne ainsi :

> Les deux vices marquants du monde économique où nous vivons sont le premier que le plein-emploi n'y est pas assuré, le second que la répartition de la fortune et du revenu y est arbitraire et manque d'équité. (Keynes, 1936, p. 366)

S'il reconnaît qu'un degré limité d'inégalités peut être fondé, Keynes constate que les inégalités sont trop importantes, au point de nuire à l'efficacité économique. Pour lui, c'est à l'État de mettre en œuvre les politiques adéquates afin de rendre l'économie plus équitable et de résoudre le problème du chômage. Pour cela, il privilégie trois leviers : 1. encourager les investissements, 2. baisser les taux d'intérêt et 3. mettre en œuvre des politiques publiques de grands travaux.

1. La théorie de l'emploi de Keynes est profondément liée aux anticipations, passées et présentes[1]. D'une part, le stock de capital constitue la traduction matérielle des anticipations passées des investisseurs ; d'autre part, la demande de travail dépend du stock de capital à travers le montant du ratio capital-travail – soit le coefficient d'intensité du capital, fondamental pour saisir les problématiques de l'emploi – et de l'anticipation de ventes futures. Ainsi, le niveau d'emploi courant dépend principalement des anticipations actuelles et des anticipations passées. Or l'anticipation d'augmentation de la demande globale implique une hausse des investissements et donc une hausse de l'emploi. Keynes en déduit alors qu'il faut stimuler les anticipations – les « esprits animaux » – pour encourager les investissements.

2. Keynes explique qu'il est également possible de stimuler l'investissement en faisant baisser les taux d'intérêt. Il envisage deux leviers permettant une baisse des taux : une politique de flexibilité des salaires[2] ou une politique d'*open market*[3] ayant une incidence sur la masse monétaire présente dans l'économie. Keynes n'est pas favorable aux politiques de flexibilisation des salaires, car il pense que des salaires fixes contribuent à stabiliser l'économie. La solution pertinente consiste donc à mettre en œuvre une politique d'*open market* afin de cibler des taux d'intérêt faibles et de stimuler ainsi les investissements. De plus, des taux d'intérêt faibles conduiraient à « l'euthanasie des rentiers et par suite [à] la disparition progressive du pouvoir oppressif additionnel qu'a le capitaliste d'exploiter la valeur conférée au capital par sa rareté » (Keynes, 1936, p. 369).

3. Enfin, l'État peut accroître l'investissement en procédant à ses propres investissements. Keynes fait deux précisions importantes : le but est avant tout d'obtenir un investissement élevé ; il n'est pas nécessaire que l'État soit propriétaire de ces nouveaux investissements, l'essentiel étant d'induire un taux

d'investissement important et non pas d'en influencer la nature.

> Lorsque sur dix millions d'hommes désireux et capables de travailler il y en a neuf millions d'employés, il n'est pas évident que le travail de ces neuf millions d'individus soit mal orienté. Le reproche qu'il convient de faire au système actuel n'est pas de ne pas affecter aux tâches appropriées les neuf millions d'hommes employés, mais de n'avoir pas d'ouvrage disponible pour le dernier million. C'est le volume et non la consistance de l'emploi que le système actuel a été incapable de déterminer correctement. (Keynes 1936, p. 372)

Rappelons que, grâce aux mécanismes du multiplicateur, tout investissement public a un impact plus que proportionnel à la somme investie. L'investissement constitue de fait un outil particulièrement efficace pour soutenir l'activité économique.

Enfin, Keynes met en garde contre les effets négatifs de l'épargne. Il montre non seulement que l'augmentation de l'épargne ne rend pas une économie plus prospère, mais aussi qu'elle diminue la demande et donc l'emploi. C'est le « paradoxe de l'épargne ». D'un point de vue individuel et à revenu constant, une diminution de la consommation se traduit par une augmentation de l'épargne. Or cela ne se vérifie pas à une échelle agrégée. Sur le plan macroéconomique, tout euro dépensé par quelqu'un représente un euro perçu par quelqu'un d'autre. *A contrario*, un euro épargné ne génère pas un euro de richesse supplémentaire. Aussi, globalement, l'augmentation de l'épargne réduit la consommation et le revenu d'une communauté.

1.2. A

Lerner entend tout d'abord asseoir et justifier l'intervention de l'État. Pour lui, on ne peut compter sur les individus pour gérer correctement une économie : ils tendraient à mal se comporter, et ce même en ayant conscience de leurs actes. Par conséquent, il est nécessaire que l'État encadre l'activité économique. Ainsi,

> […] des investissements à perte peuvent être entrepris par les gouvernements, parce qu'ils sont considérés comme appréciables au regard de l'intérêt collectif, étant source de bienfaits tout autres que des gains en termes monétaires[4]. (Lerner, 1951, p. 91)

Or, pour Lerner, l'un des objectifs majeurs d'un gouvernement doit être d'assurer le plein-emploi. Pour atteindre cet objectif, il propose un cadre appelé « finance fonctionnelle », qui s'oppose à la « finance saine » préconisée par d'autres économistes.

> La finance fonctionnelle ne constitue pas une politique. Il s'agit seulement d'un cadre dans lequel toutes sortes de politiques peuvent être menées. Elle précise simplement comment le gouvernement, en plus de tout ce qu'il entend faire par ailleurs, peut nous assurer le plein-

> emploi. (Lerner, 1951, p. 135)

La finance fonctionnelle se définit à partir de trois règles relatives à la politique économique :

1) le gouvernement doit maintenir un niveau de demande raisonnable en tout temps, en utilisant les impôts et les dépenses conformément à cet objectif ;

2) le gouvernement doit maintenir les taux d'intérêt à un niveau tel qu'ils assurent les investissements. Pour cela, il fait appel aux opérations d'*open market* ;

3) le gouvernement émet et consacre les fonds nécessaires qui permettent de se conformer aux règles 1 et 2.

À partir de ces règles, le gouvernement définit un objectif adapté à la situation économique et dispose de trois types d'actions pour atteindre cet objectif :

1) acheter et vendre – les dépenses publiques en matière de biens et services, et les ventes des biens et services produits par l'État ;

2) donner et recevoir – les primes / subventions et les impôts ;

3) prêter et emprunter – les placements souverains et les bons du Trésor.

En utilisant l'un des trois instruments d'accompagnement / transfert / redistribution – dépenses, investissement et versement de subvention –, le gouvernement émet de la monnaie et décide dans un second temps s'il est nécessaire d'utiliser les instruments de prélèvement – vente, taxation et emprunt – pour atteindre ses objectifs. La masse monétaire circulant dans l'économie résulte ainsi de l'utilisation des instruments de politique économique.

Ici, ce qui importe, c'est l'objectif pour lequel l'instrument est utilisé et non l'instrument lui-même. De plus, les leviers utilisés doivent être adaptés à la situation économique et répondre à l'objet de la politique. Par exemple, les emprunts publics devraient servir à empêcher des investissements excessifs et non à financer d'autres politiques. En effet, en empruntant, le gouvernement retire les fonds excédentaires qui nuisent à l'économie. Pour autant, la dette publique n'est en rien problématique, puisque, si une génération future était amenée à rembourser la dette un jour, ce sont les créditeurs de la même génération qui bénéficieraient du remboursement.

Comme Keynes, Lerner accorde une place spécifique à l'épargne, la différence entre le revenu et la consommation. Encore une fois, les politiques concernant l'épargne doivent être envisagées avec prudence et tenir compte de la situation économique. Les excédents budgétaires et donc la réduction de la dette publique ne sont pas souhaitables.

> Le principe de préservation du plein-emploi et le taux d'investissement choisi déterminent entièrement le montant des emprunts ou des prêts entrepris par le gouvernement, de sorte que tout autre considération relative à la relation entre les recettes fiscales et les dépenses gouvernementales, comme le principe d'équilibre budgétaire, soit coïncide avec la politique définie en amont, auquel cas elle est inutile, soit entre en conflit avec elle, auquel cas elle doit être ignorée. (Lerner, 1944, p. 318-319)

1.3. H

Pour Minsky, l'élément « indispensable à une action de lutte contre la pauvreté » est ce qu'il appelle

le « plein-emploi strict », soit un taux de chômage de 2,5 % (Minsky, 1965, p. 177). Ainsi, alors même qu'en 1964 le président des États-Unis, John Fitzgerald Kennedy, lance un plan de guerre contre la pauvreté, Minsky fait des propositions alternatives, spécifiquement centrées sur les politiques d'EDR :

> La guerre contre la pauvreté [telle que lancée par Kennedy] est une réponse conservatrice à un problème posé depuis longtemps par les dissidents, à savoir que le capitalisme engendre nécessairement la pauvreté dans l'abondance. (Minsky, 1965, p. 175 ; notre traduction)

Minsky propose une critique acerbe des politiques mises en œuvre dans le cadre de la guerre contre la pauvreté – et en particulier des baisses d'impôts. Il leur préfère le recours aux travaux publics, qui permet de parvenir au plein-emploi, seul moyen d'éradiquer la pauvreté.

Minsky montre empiriquement que l'activité industrielle peut être classée en deux secteurs : un secteur proposant des salaires élevés et un secteur versant des salaires faibles. Le secteur des salaires élevés est celui des entreprises rémunérant davantage leurs employés car elles craignent un taux de rotation du personnel élevé ou ont besoin d'employés fortement motivés. Minsky explique que l'industrie à salaires élevés fait face à une offre de travail infiniment élastique en raison de ces fortes rémunérations. L'offre pour le secteur à bas salaires dépend de l'emploi dans l'autre secteur, les travailleurs préférant travailler pour des salaires élevés. Ainsi, une augmentation de la demande de main-d'œuvre dans l'industrie à salaires élevés entraînera un recul de l'offre pour le secteur à bas salaires. En fonction de la façon dont la demande de main-d'œuvre se comporte dans le secteur à bas salaires après un tel changement, elle peut entraîner une augmentation ou une diminution de l'emploi dans le secteur à bas salaires. Cela dit, les salaires de ce secteur plus fragile augmentent toujours.

Or Minsky souligne que les politiques de stimulation de la demande globale tendent à relancer avant tout les ventes dans le secteur à salaires élevés et donc l'emploi dans ce secteur. Elles peuvent se traduire par une baisse équivalente de l'offre de travail dans le secteur à salaires faibles. La situation globale de l'emploi peut, en conséquence, rester inchangée.

Ayant pour objectif le « plein-emploi strict » et la réduction des inégalités, Minsky préconise la mise en œuvre de politiques d'emploi public :

> […] les programmes visant à employer directement les personnes pauvres sur le marché du travail et permettant d'offrir un second revenu aux familles pauvres auraient un impact important sur la pauvreté. (Minsky, 1965, p. 195 ; notre traduction)

Dès lors, la meilleure façon de réduire le chômage consiste à cibler le secteur à bas salaires, en créant des emplois dans ce secteur. Il ajoute que le taux auquel ces emplois publics seront rémunérés permettra d'ancrer les salaires, en créant un taux minimum, ce qui contribuera à accroître les bas salaires, améliorant ainsi la situation de nombreuses familles.

Par la suite, Minsky apportera un autre argument majeur à l'appui des programmes d'EDR – la stabilisation :

> Nos responsables économiques ne semblent pas avoir conscience que le fonctionnement

> *normal* de notre économie va de pair avec des traumatismes financiers et des crises financières, l'inflation, les dépréciations monétaires, le chômage et la pauvreté alors même que nous pourrions jouir d'une prospérité virtuellement universelle. (Minsky, 1986, p. 616)

Minsky préconise alors une *véritable* révolution keynésienne, puisque, selon lui, elle n'a jamais eu lieu. Il ajoute que les politiques conçues pour lutter contre l'instabilité devraient reconnaître « que notre économie est capitaliste, possède une structure financière sophistiquée et souffre par conséquent d'instabilité » (Minsky, 1986, p. 624). Selon Minsky, se concentrer sur les politiques favorables à la croissance plutôt que sur les politiques de l'emploi est une erreur car une économie de plein-emploi est tenue de croître alors qu'une économie en croissance ne se trouve pas nécessairement au plein-emploi. Gardant à l'esprit l'argument qu'il a développé dans sa critique sur la guerre contre la pauvreté, il déclare non seulement que le plein-emploi apporterait la stabilité économique, mais aussi qu'il réduirait les inégalités : « Une fois résolu le problème technique de l'élimination de la "terreur du chômage", le meilleur programme économique est celui qui cherche à réduire l'inégalité » (Minsky, 1986, p. 633).

Par conséquent, les politiques recommandées par Minsky s'appuient sur trois concepts centraux : un gouvernement fort, une banque centrale forte et un EDR :

> L'État doit être assez fort pour que les variations de l'investissement privé soient compensées par des variations inverses de déficits publics capables de stabiliser les profits. (Minsky, 1986, p. 635)

À l'instar de Lerner, Minsky n'est nullement préoccupé par la question du déficit budgétaire. Le budget devrait être déficitaire ou excédentaire selon les nécessités de stabilisation de l'économie. Pour Minsky, le véritable problème est de parvenir au plein-emploi sans instabilité ni inflation :

> L'instrument principal d'une telle politique est la création d'une demande de travail infiniment élastique à un salaire plancher ou minimum qui ne dépende pas des attentes des entreprises concernant les profits à court et à long terme. Dans la mesure où seul l'État peut dissocier l'offre de travail de la rentabilité de l'embauche de travailleurs, la création d'une demande infiniment élastique de travail doit lui incomber. (Minsky, 1986, p. 657)

Il préconise un WPA (*works progress administration*, inspiré du *New Deal* de Franklin Delano Roosevelt), pour tous et à un salaire fixe. Selon lui, cela établirait un plancher salarial faisant office de salaire minimum, tout en créant un stock régulateur de travailleurs, variant avec les cycles économiques. Ainsi,

> […] cette stratégie d'emploi créera des marchés du travail certes tendus, mais, comme les salaires du WPA seront substantiellement inférieurs à ceux du secteur privé, l'offre de travail à la disposition des employeurs privés sera infiniment élastique tant que l'emploi du WPA restera positif. (Minsky, 1986, p. 666)

2. L'employeur en dernier ressort, une idée à la hauteur des défis contemporains

Les programmes d'EDR reposent sur un certain nombre de principes et remplissent des fonctions bien délimitées. Examinons-les rapidement.

2.1. L

En 1986, Hyman Minsky devient le premier auteur à proposer une politique *systématique* d'employeur en dernier ressort (Minsky, 1986, p. 345-347). Il s'inscrit explicitement dans la ligne des politiques menées aux États-Unis pendant les années 1930 et la Grande Dépression.

À sa suite, de nombreux économistes post-keynésiens ont développé des propositions plus élaborées et plus pratiques de programmes d'EDR. Parmi ces différentes approches, celle de Randall Wray (2007 ; 2009), comportant ce qu'il appelle « une garantie d'emploi universelle »[5], reste la plus proche de celle de Minsky.

Le programme d'EDR préconisé par Wray doit proposer des emplois à temps plein (ou à temps partiel lorsque le salarié le demande) à toute personne majeure, en mesure de et disposée à travailler, en échange d'une rémunération. Celle-ci doit être composée d'un salaire de référence et d'un ensemble de prestations. Le salaire est fixé en fonction des conditions de vie locales. Les prestations comprennent, entre autres, les services de santé, la garde d'enfants, la sécurité sociale, etc.

La formation est une composante essentielle des programmes d'EDR. Étant donné que l'objectif des travailleurs de l'EDR doit rester l'embauche dans des entreprises (publiques ou privées), ils doivent avoir la possibilité de compléter ou d'améliorer leur niveau de formation. En outre, la recherche d'emploi doit être proposée comme une activité pendant les premières semaines d'emploi des bénéficiaires.

Enfin, la gestion du programme doit être fortement décentralisée pour s'adapter aux réalités locales. Le gouvernement contribue à la rémunération des employés et procure une partie du coût en capital de chaque projet financé. Le reste du coût en capital est à la charge des collectivités locales et / ou des ONG impliquées dans le projet. Certains projets seront conçus en vue de devenir « permanents », les autres étant mis en place de manière plus discrétionnaire lors des périodes de baisse de l'emploi dans le reste de l'économie.

2.2. F

Les développements récents dans la littérature portant sur les programmes d'EDR s'intéressent à leurs principales fonctions ainsi qu'à leurs prolongements.

La fonction première des programmes d'EDR est de résoudre le problème du chômage involontaire, en procurant un emploi à tous les actifs désireux et en mesure de travailler. Bien entendu, dans un tel cadre, tout le monde ne travaillerait pas. Certains sont dans l'incapacité de travailler – et un programme de prestations devra être mis en place pour ces personnes. Les programmes d'EDR n'étant pas le travail obligatoire, d'autres peuvent décider de ne pas travailler, soit parce que leurs exigences salariales sont supérieures aux salaires proposés par l'EDR (et que leurs ressources leur permettent), soit parce que ces

personnes ne désirent pas travailler pour l'EDR, soit parce que les personnes se trouvent entre deux emplois.

Les programmes d'EDR remplissent également une fonction majeure en matière de régulation macroéconomique. En raison de l'augmentation généralisée des revenus des ménages liée à ce type de programme, la consommation et donc la demande globale augmenteraient. Par ailleurs, Wray souligne l'effet contracyclique de cette politique :

> Les dépenses seront fortement contracycliques, de sorte que, si la mise en œuvre d'un programme d'EDR stimule effectivement la demande globale et entraîne une croissance rapide de l'économie, les dépenses liées à ce programme chuteront mécaniquement (même si les recettes fiscales s'accroissent). (Wray, 2007, p. 17-18 ; notre traduction)

Comme cela a été souligné par Minsky, le salaire versé dans le programme d'EDR servira d'ancrage au salaire minimum puisque le secteur privé devra payer davantage pour attirer des salariés. Le gouvernement, en fixant le salaire minimum, fixe le prix du travail. Puisque la main-d'œuvre contribue à toute la production, la stabilisation des salaires contribue à améliorer la stabilité des coûts de production. De plus, comme nous l'avons vu plus haut, la consommation des travailleurs dans des dispositifs d'EDR et des travailleurs dans leur ensemble sera stabilisée, ce qui renforce la stabilité macroéconomique.

Les politiques d'EDR concourent également à réduire le coût de la dépréciation du « capital humain » des chômeurs. En effet, ces derniers perdent rapidement en productivité et sont généralement considérés comme inemployables au-delà de six mois de chômage. Les programmes d'EDR permettent d'éviter cette dépréciation, puisque tous les actifs qui le souhaitent et le peuvent restent constamment en emploi. Plus encore, dans ces programmes prévoyant éducation et formation, les travailleurs gagnent en compétences, réduisant ainsi le coût de l'embauche – ils n'ont plus besoin d'être formés. Ainsi, les programmes d'EDR permettent une meilleure insertion sur le marché du travail (Godin, 2014).

Jan Kregel (2006), ancien économiste en chef du Programme des Nations unies pour le développement (PNUD), étend le concept des programmes d'EDR aux pays en développement. Un tel programme permettrait d'atteindre la plupart des dix-sept « Objectifs de développement durable » (ODD), qui font suite, pour la période 2016-2030, aux huit « Objectifs du Millénaire pour le développement » (OMD) poursuivis sur la période 2000-2015. En garantissant un revenu minimum – et donc en améliorant la répartition des revenus –, ce programme réduit mécaniquement la faim et la pauvreté (ODD n° 1 et 2). Il comprend un volet éducation et formation (ODD n° 4). En se focalisant sur les travailleurs pauvres et les chômeurs, souvent des femmes, il contribue à réduire l'écart des rémunérations entre le revenu moyen des hommes et des femmes (ODD n° 5). Dans le même esprit, il concourt également à la réalisation de l'ODD n° 3, relatif à la mortalité infantile et la santé maternelle.

Enfin, au-delà de ces fonctions, un programme d'EDR peut constituer un support pour des objectifs socio-économiques comme pour les besoins en matière d'environnement. En fournissant des emplois verts (Forstater, 2006 ; Godin, 2013), il étaie les approches de la décroissance (Alcott, 2013), concourt à l'autonomisation des femmes et à l'égalité des genres[6].

3. Les critiques des programmes d'EDR

Les programmes d'EDR ont soulevé un certain nombre de remarques et de critiques. Thomas Palley (2001), par exemple, recense quelques limites et risques souvent soulignés dans la littérature :

– les rémunérations dans le secteur public risquent d'être revues à la baisse ;

– les emplois créés des programmes d'EDR risquent de se substituer aux emplois publics ;

– si ces emplois ne sont pas productifs, la population retirera son soutien à ces programmes ;

– si la rémunération est trop élevée pour des emplois à productivité faible, tout se passera comme si les travailleurs avaient des revendications salariales excessives.

Sur ce dernier point, William Mitchell et Randall Wray (2005) rétorquent que le marché privé n'est pas le seul mécanisme de validation des résultats et que l'évaluation de la valeur sociale d'une production doit inclure la dimension création d'emplois. De plus, comme le souligne Giorgio Lunghini (1995), il y a de nombreux besoins sociaux insatisfaits en raison du faible rendement monétaire que la satisfaction de ces besoins procurerait. Nous ne pouvons donc pas compter sur les mécanismes de marché pour y répondre.

Pour Malcolm Sawyer (2003), les programmes d'EDR ne seraient qu'une manière parmi d'autres d'« amorcer la pompe » pour stimuler la demande globale. En tant que telle, toute politique de relance budgétaire ou monétaire aurait les mêmes effets. Mitchell et Wray (2005) font le raisonnement inverse : le premier objectif des programmes d'EDR est de parvenir au plein-emploi et l'augmentation de la demande globale n'en est qu'un effet secondaire positif. Par ailleurs, les avantages de ces programmes sont plus nombreux que ceux des politiques de relance keynésienne traditionnelles :

– une politique de relance se heurte nécessairement à l'inflation avant d'atteindre le plein-emploi, car elle contribue à la hausse de l'utilisation des capacités ;

– une politique de relance ne crée pas nécessairement des emplois là où ils sont les plus socialement nécessaires ;

– les dépenses liées à la défense ou à l'incitation à l'investissement privé peuvent engendrer des créations d'emplois peu qualifiés ;

– un programme d'EDR a un effet plus important sur la réduction de la pauvreté et sur l'insertion sur le marché du travail qu'une politique de relance keynésienne traditionnelle (Godin, 2014).

Tony Ramsay (2002) émet des critiques relatives à la pression inflationniste qu'exerceraient les programmes d'EDR. En deçà d'un certain taux de chômage – le fameux NAIRU[7] –, la modification du rapport de force engendre une hausse des salaires. Un programme d'EDR, plus attrayant que le chômage, pourrait être à l'origine d'une hausse des salaires susceptible à son tour d'enclencher de l'inflation si les hausses de salaires se répercutent sur les prix. Mitchell et Wray (2005) répondent que les programmes d'EDR, en tant que stock régulateur de main-d'œuvre, jouent effectivement un rôle dans la fixation du salaire minimum. Mais ils n'ont aucun effet sur l'augmentation des salaires – sauf une augmentation très ponctuelle, dans les cas où le niveau de salaire des programmes est supérieur au salaire minimum en vigueur. La mise en œuvre d'un programme d'EDR n'est pas incompatible avec – et devrait être complémentaire – des politiques budgétaires ou monétaires expansionnistes ou restrictives afin d'atteindre une inflation cible ou un taux d'intérêt désiré par les autorités. Antoine Godin (2014) souligne également que toute politique de stimulation de la demande aura un effet inflationniste si l'économie est proche de la pleine utilisation des moyens de production – en matière de travail et / ou de capital. Cependant, puisqu'un programme d'EDR contribue à fixer les salaires nominaux, l'excès de demande sera vite érodé par l'inflation, permettant ainsi une adéquation entre l'offre et la demande.

Sawyer (2003) soutient que ce type de programme consiste à créer des postes artificiellement (*make work*) et risque ainsi de substituer du sous-emploi au chômage. Pour répondre à cette critique, partons de deux types de sous-emploi définis par le Bureau international du travail (BIT) : le sous-emploi lié à la durée du travail et le sous-emploi consistant à occuper un emploi inadéquat[8] (BIT, 1998). Mitchell et Wray (2005) font valoir que, dans la mesure où un programme d'EDR ne proposerait un emploi à temps partiel qu'à la demande du travailleur, il ne pourrait créer de sous-emploi du premier type. Ils admettent néanmoins que les travailleurs dans des dispositifs d'EDR ne travaillant pas dans leurs domaines de compétence afin de conserver une partie de leur revenu peuvent se trouver dans une situation d'emploi inadéquat. Cependant, les travailleurs hautement qualifiés sont souvent touchés par le chômage frictionnel. Il s'agit aussi de lutter contre ce type de chômage afin d'assurer le plein-emploi strict ; un programme d'EDR pourrait fournir un salaire pour la recherche d'emploi à temps plein pendant un certain temps, ce qui permettrait d'éviter le piège de l'emploi inadéquat. Si cela s'apparente à une indemnisation du chômage, cette dernière n'existe pas partout et suppose l'existence d'un système de collecte / perception de droits. Or les programmes d'EDR ouvrent un droit pour tous, sans même avoir accumulé des droits au préalable.

D'autres critiques craignent que ces programmes ne viennent buter sur la contrainte externe. Ainsi, « le plein-emploi pourrait déclencher un déficit de la balance des paiements en raison de la flambée des dépenses intérieures » (Ramsay, 2002, p. 285 ; notre traduction). L'augmentation de la consommation due à la hausse des salaires engendrée par un programme d'EDR entraînerait une hausse des importations et donc une pression accrue sur le taux de change. Un taux de change déprécié augmenterait alors le prix des marchandises importées, conduisant à de l'inflation importée. Pour Mitchell et Wray (2005), cette critique est généralisable à toute économie en croissance, où les importations augmentent plus rapidement que les exportations. De plus, comme les programmes d'EDR visent avant tout les travailleurs pauvres, l'augmentation de la consommation est moins susceptible d'accroître les importations que si la catégorie la plus aisée de la population venait à consommer davantage.

De nombreuses critiques soulignent l'absence d'analyse structurelle des programmes d'EDR (Kadmos et O'Hara, 2000 ; Moudud, 2006). Pour certains auteurs, l'inflation des prix et des salaires pourrait se produire en raison de contraintes de capacité ou en raison de la structure de l'économie. Ils prétendent que les programmes d'EDR ne seraient pas en mesure de faire face au chômage en raison de ces aspects structurels. George Kadmos et Philip O'Hara (2000) analysent la littérature relative aux programmes d'EDR et à la *modern money theory* (MMT[9]) jusqu'en 2000 ; cette littérature se penche assez peu sur l'impact structurel d'une politique d'EDR. Les auteurs plaident alors pour une stimulation des investissements publics plutôt qu'une politique d'EDR, l'investissement public étant mieux à même, selon eux, de faire baisser le chômage structurel.

Pour sa part, Godin (2014) montre que ces deux politiques – relance keynésienne traditionnelle et programme d'EDR – ont des effets différents sur la croissance, le taux d'emploi, les inégalités et la pauvreté. Une politique d'investissement public permet de mieux cibler les secteurs à développer et se rapproche donc davantage d'une politique industrielle. Cependant, la création d'emplois est secondaire par rapport à l'objectif d'investissement. Une politique d'EDR est donc davantage susceptible de lutter contre les inégalités et la pauvreté.

Enfin, Mario Seccareccia (2004) considère que les programmes d'EDR risquent de conduire à des emplois à bas salaires. L'argument repose sur un marché du travail plus élaboré que celui habituellement proposé dans la plupart des travaux post-keynésiens[10]. Pour Seccareccia, la courbe d'offre de travail en fonction du salaire moyen ne doit pas être considérée comme totalement inélastique, mais plutôt comme

une relation dont la fonction est croissante avec une pente variable. Deux positions d'équilibre de plein-emploi sont alors possibles, un équilibre bas et un équilibre haut. L'équilibre bas est atteint dans les pays en développement où le sous-emploi massif est la norme. L'équilibre haut, celui de « plein salaire », prévaut dans les économies capitalistes développées. Seccareccia affirme que, en raison des pressions inflationnistes et des contraintes politiques, les programmes d'EDR conduiraient à l'équilibre bas. Il soutient ainsi que ces programmes seront contre-productifs si l'objectif est de parvenir à une répartition plus équitable des revenus, même s'ils constituent un pas dans la bonne direction, notamment parce qu'ils s'attaquent aux coûts sociaux du chômage. Godin (2014) montre que la situation de plein-emploi à bas salaire est possible, mais ne se produira pas nécessairement, en fonction notamment des politiques budgétaires.

4. Quelques expériences et enseignements de politiques d'EDR

Un large éventail de politiques de création d'emplois directes ont été mises en œuvre au cours du XXe siècle (Kaboub, 2007).

Actuellement, en Europe, les initiatives sont encore timides. En France, l'Assemblée nationale a adopté en février 2016 le projet « Territoire zéro chômeur de longue durée », initié par le réseau emploi-formation d'ATD Quart Monde. Même si, lors de la phase expérimentale du projet, de cinq années, sa mise en œuvre est très limitée aussi bien en termes de territoires (au nombre de dix) que de personnes concernées (chômeurs depuis plus d'un an ; pas plus de deux mille personnes sur le plan national), cette expérience relève des programmes d'EDR à deux titres. Premièrement, le constat concernant le chômage de masse et les remèdes à y apporter est très proche de l'analyse menée dans ce chapitre. Deuxièmement, la loi adoptée prévoit, une fois la phase d'expérimentation passée et l'évaluation effectuée, soit en juillet 2021, une généralisation progressive de ce type de dispositif à grande échelle.

Depuis les années 2000, les expériences menées dans d'autres pays – souvent des pays émergents – ont montré que les politiques d'EDR ont non seulement contribué à réduire le chômage et à favoriser la reprise économique en période de crise, mais qu'elles ont aussi souvent eu des effets secondaires positifs – parfois involontaires. Il s'agit notamment de l'autonomisation des femmes et de la promotion de l'égalité des genres (Abukhadrah, 2017) ; d'une réduction des taux extrêmes de faim et de mortalité infantile ; de l'amélioration des conditions de santé et d'éducation, ainsi que de la durabilité environnementale ; et du renforcement des communautés et de la démocratie.

Cependant, toutes les politiques d'EDR n'ont pas réussi, souvent en raison de leur conception. L'expérience argentine montre précisément combien cette conception est essentielle pour en assurer le succès. Le programme *Jefes y Jefas de Hogar Desocupados* – plan pour « les chefs de famille au chômage » – a été introduit par le gouvernement pour faire face au taux de chômage supérieur à 20 % à la suite de la crise de 2001. Dans le cadre de ce programme, mis en œuvre en 2002 et 2003, les chefs de famille ont pu bénéficier d'un emploi rémunéré à 150 pesos par mois et d'une carte de sécurité sociale pour quatre heures de travail quotidien minimum. Les employés étaient engagés dans un large éventail d'activités, comprenant des projets communautaires et d'infrastructures, des activités de construction et d'entretien, ainsi que des projets de promotion de la santé et d'alphabétisation. Les participants à ce programme se voyaient également offrir une formation et donc la possibilité de mener à terme leur éducation de base, sur demande. Le programme a accepté les travailleurs comme ils étaient, sans requérir un diplôme ou une expérience passée sur le marché du travail. Le financement du programme a été assuré par le gouvernement argentin, tandis que sa mise en œuvre fut fortement décentralisée, ce qui a permis de répondre directement aux besoins spécifiques de nombreuses communautés.

Jefes y Jefas de Hogar Desocupados a été un grand succès, conforme aux prédictions de nombreux partisans d'une politique d'EDR. Deux millions de travailleurs ont été employés dans le secteur public, soit 5 % de la population et 13 % de la main-d'œuvre. Le taux de chômage a chuté de 21 % à 9 % en cinq ans. Les anciens chômeurs ont fait preuve d'initiative, mettant en place un large éventail d'installations telles que garderies, refuges pour sans-abri, centres de soins familiaux, dispositifs d'agriculture urbaine, etc. En outre, les travailleurs embauchés appartenaient à la classe des revenus les plus bas ; ainsi, le programme d'EDR a permis d'introduire un salaire minimum. La plupart des récipiendaires se sont montrés très satisfaits du programme, heureux de pouvoir faire quelque chose, de contribuer à améliorer

leur condition et d'aider la communauté. Le programme a également permis de réduire la pauvreté et d'autonomiser les femmes auparavant sans emploi (jusqu'à 75 % des participants au programme), qui pouvaient apporter leur concours à la production communautaire tout en s'occupant de leur famille plusieurs fois par jour. Ainsi, les programmes d'EDR peuvent donner des résultats positifs s'ils sont bien conçus et mis en œuvre.

Dans ces conditions, pourquoi ces politiques n'ont-elles jamais été introduites à grande échelle ? Une réponse est fournie par Michał Kalecki, dans un article abordant les aspects politiques du plein-emploi (1943). Pour lui, il est politiquement difficile de maintenir le plein-emploi dans les systèmes capitalistes. Il soutient que les capitalistes détestent fondamentalement l'idée du plein-emploi, car le chômage cesse alors de jouer un rôle disciplinaire. En effet, le plein-emploi change le rapport de force en faveur des travailleurs et est susceptible d'engendrer des tensions politiques, car les salariés, débarrassés de la peur du chômage, peuvent faire grève pour obtenir des salaires plus élevés et de meilleures conditions de travail. Ainsi, même si des salaires plus élevés sont susceptibles de générer des profits plus importants pour les capitalistes, ces derniers n'apprécient guère l'idée du plein-emploi :

> La « discipline dans les usines » et la « stabilité politique » sont davantage appréciées par les chefs d'entreprise que les profits. Leur instinct de classe les prévient qu'un plein-emploi persistant est dangereux pour eux et que le chômage fait partie intégrante du système capitaliste « normal ». (Kalecki, 1943, p. 141 ; notre traduction)

Subventionner la consommation de masse par des politiques gouvernementales fait aussi l'objet de critiques. Comme les capitalistes sont opposés à ce type de mesures, ils formeront, selon Kalecki, une alliance avec les rentiers et les économistes néoclassiques pour lutter contre ces politiques, de sorte que le plein-emploi ne puisse jamais être maintenu. Cela est à l'origine de ce que Kalecki nomme le *political business cycle* – le cycle économique politique. Même si Kalecki a écrit son essai au début des années 1940, son approche reste pertinente aujourd'hui, d'autant que la puissance des capitalistes est encore plus forte depuis les années 1980. Les facteurs ayant renforcé cette puissance sont :

– la généralisation de l'idéologie du marché, en particulier depuis la chute du mur de Berlin ;

– la victoire de l'économie de l'offre par opposition à l'économie de la demande ;

– les privatisations et dérégulations ;

– le grand retour de la doctrine de l'équilibre budgétaire (gravée dans le marbre du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance, ratifié en 2013 par les pays de la zone euro) ;

– les dérégulations du marché du travail (du type loi El Khomri ou Macron 2 en France) ;

– et le recul du pouvoir syndical dans un contexte de chômage de masse.

En raison de la financiarisation, les capitaines d'industrie ont également perdu une partie de leur influence au bénéfice des tenants de la finance. Aujourd'hui, le contrôle de l'inflation par les banques centrales indépendantes s'avère d'une grande importance car il suscite potentiellement des réactions sur les marchés. Ces facteurs expliquent sans doute que la plupart des projets de création d'emplois publics n'ont été entrepris que de manière limitée, en temps de crise économique, et non de façon systématique comme le souhaiteraient leurs partisans.

Indépendamment de ces facteurs, un programme d'EDR pourrait également se heurter à d'autres problèmes politiques, comme la corruption généralisée, la stigmatisation des travailleurs employés dans ces dispositifs ou le manque de soutien politique des électeurs. La transparence constitue assurément un

outil efficace pour lutter contre la corruption. Le plan *Jefes y Jefas de Hogar Desocupados* prévoyait par exemple que les bases de données du programme soient accessibles à tous. Par ailleurs, la stigmatisation des personnes employées grâce aux programmes d'EDR peut être évitée par des actions créatives de soutien comme des campagnes d'information et de communication. Les politiques d'EDR se doivent de porter sur des projets socialement utiles, qui répondent directement aux besoins des communautés ou aux besoins sociaux (Durand et Lang, 2015). Ainsi, dans le cas argentin, 70 % des travailleurs interrogés se sont sentis respectés lorsqu'ils ont demandé à participer au programme. Enfin, le soutien politique de l'EDR est essentiel pour que le programme soit vraiment universel – donc accessible à tous. Le manque d'universalité est l'une des raisons pour lesquelles le plan argentin a finalement perdu son soutien public.

Un dernier point reste à souligner, fondamental. L'EDR n'est en aucun cas un travail obligatoire, mais bien un programme d'emploi volontaire, conçu expressément pour ceux qui, désireux de travailler, se retrouvent au chômage involontaire. Un scénario dans lequel certains décideurs se serviraient de cette politique comme d'un moyen de supprimer des prestations sociales et de transformer les programmes d'EDR en obligation de travailler (*workfare*) n'est hélas pas à exclure. C'est précisément ce qu'il s'est passé dans l'Australie d'après-guerre, où le « Commonwealth Employment Service » a été remplacé par une série de programmes de travail obligatoire contre allocations chômage. Le travail obligatoire n'a strictement rien à voir avec les programmes d'EDR proposés par les post-keynésiens. Ainsi, ce type de programme ne doit en aucun cas servir de prétexte à la baisse ou la suppression des allocations chômage ou de toute autre prestation sociale surtout dans le contexte actuel de financiarisation.

Conclusion

Pour les post-keynésiens, le chômage de masse n'est pas une fatalité. Un certain nombre d'entre eux, s'inspirant de Keynes, de Lerner et de Minsky, proposent ainsi que la puissance publique offre un emploi décent et correctement rémunéré à toutes les personnes qui sont désireuses de travailler. La mise en œuvre d'un tel projet suppose néanmoins une volonté politique forte, car elle va à l'encontre des intérêts de certains capitalistes.

Références bibliographiques

Abukhadrah, S. (2017), *Can ELR Contribute to Women's Empowerment and Environmental Sustainability ?*, thèse, Université Paris 13.

Alcott, B. (2013), « Should Degrowth Embrace the Job Guarantee ? », *Journal of Cleaner Production*, vol. 38, p. 56-60.

BIT (1998), « Résolution concernant la mesure du sous-emploi et des situations d'emploi inadéquat, adoptée par la seizième Conférence internationale des statisticiens du travail », ILO.org.

Durand, C., et Lang, D. (2015), « The State as the Employer of Last Resort », dans N. Pons-Vignon et M. Nkosi (dir.), *Struggle in a Time of Crisis*, Londres, Pluto Press, p. 71-75.

Forstater, M. (2006), « Green Jobs : Public Service Employment and Environmental Sustainability », *Challenge*, vol. 49, n° 4, p. 58-72.

Godin, A. (2013), « Green Jobs for Full Employment, a Stock Flow Consistent Analysis », dans M. J. Murray et M. Forstater (dir.), *Employment Guarantee Schemes*, Londres, Palgrave Macmillan, p. 7-46.

Godin, A. (2014), « Job Guarantee : A Structuralist Perspective », Regulation.revues.org, 19 décembre.

Kaboub, F. (2007), « Employment Guarantee Programs : A Survey of Theories and Policy Experiences », The Levy Economics Institute, document de travail n° 498.

Kadmos, G., et O'Hara, P. A. (2000), « The Taxes-Drive-Money and Employer of Last Resort Approach to Government Policy », *Journal of Economic and Social Policy*, vol. 5, n° 1, p. 1-23.

Kalecki, M. (1943), « Political Aspects of Full Employment », reproduit dans *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economies, 1933-1970*, Cambridge, Cambridge University Press, 1971, p. 138-145.

Keynes, J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, 2e éd., trad. fr. J. de Largentaye, Paris, Payot, 1969.

Kregel, J. (2006), « ELR as An Alternative Development Strategy », texte présenté à la conférence « Employment Guarantee Policies », Levy Economics Institute, 13-14 octobre.

Lerner, A.P. (1944), *The Economics of Control : Principles of Welfare Economics* , New York (N. Y.), Macmillan.

Lerner, A. P. (1951), *Economics of Employment*, New York (N. Y.), McGraw-Hill.

Lunghini, G. (1995), *L'età dello spreco. Disoccupazione e bisogni sociali*, Turin, Bollati Boringhieri.

Minsky, H. P. (1965), « The Role of Employment Policy », dans M. S. Gordon (dir.), *Poverty in America*, San Francisco (Calif.), Chandler Publishing Company, p. 175-200.

Minsky, H. P. (1986), *Stabiliser une économie instable*, trad. fr. A. Verkaeren, révision S. Charles et A. Lalucq, Paris, Institut Veblen-Les petits matins, 2015.

Mitchell, W., et Wray, L. R. (2005), « Full Employment through Job Guarantee : A Response to Critics », Center for Full Employment and Price Stability, document de travail n° 39.

Moudud, J. (2006), « How State Policies Can Raise Economic Growth », *Challenge*, vol. 49, n° 2, p. 33-

51.

Palley, T. I. (2001), « Government as Employer of Last Resort : Can It Work ? », dans Paula B. Voos (dir.), *Proceedings of the 53rd Annual Meeting of the Industrial Relation Research Association*, Champaign (Ill.), IRRA, 2001, p. 269-274.

Ramsay, T. (2002), « The Jobs Guarantee : A Post Keynesian Analysis », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 25, n° 2, p. 273-292.

Sawyer, M. (2003), « Employer of Last Resort : Could It Deliver Full Employment and Price Stability ? », *Journal of Economic Issues*, vol. 37, n° 4, p. 881-907.

Seccareccia, M. (2004), « What Type of Full Employment ? A Critical Evaluation of Government as the Employer of Last Resort », *Investigación Económica*, vol. 63, n° 247, p. 15-43.

Wray, L. R. (2007), « The Employer of Last Resort Programme : Could It Work For Developing Countries ? », ILO.org.

Wray, L. R. (2009), « An Alternative View of Finance, Saving, Deficits, and Liquidity », The Levy Economics Institute, document de travail n° 580.

---

1. Voir chapitres 1 et 8.

2. Pour Keynes, la baisse du salaire entraîne mécaniquement une baisse de la demande de liquidités. De fait, la baisse de la préférence pour la liquidité provoque une baisse des taux d'intérêt puisque ces derniers dépendent de l'offre et de la demande de monnaie. Ainsi, « la réduction des salaires nominaux affaiblira le besoin d'argent liquide pour le motif de revenu et pour le motif professionnel ; par la suite, elle fera baisser d'autant la courbe de la préférence pour la liquidité […]. Toutes choses restant égales, elle diminuera donc le taux de l'intérêt et se montrera favorable à l'investissement » (Keynes, 1936, p. 268).

3. Les opérations d'*open market* jouent un rôle important dans le pilotage des taux d'intérêt et la gestion de la liquidité bancaire, ainsi que pour indiquer l'orientation de la politique monétaire.

4. Pour Lerner (1944 ; 1951), notre traduction.

5. La *garantie d'emploi* est l'autre nom de l'employeur en dernier ressort. Wray la veut universelle, c'est-à-dire accessible à tous les actifs, en permanence, quelle que soit la conjoncture.

6. Sur la pertinence et les limites de ces politiques en la matière, cf. Abukhadrah (2017).

7. Le *non-accelerating inflation rate of unemployment* correspond au taux de chômage naturel qui est donc compatible avec un taux d'inflation stable. La croissance potentielle respecte le NAIRU.

8. Selon le Bureau international du travail, le sous-emploi lié à la durée du travail reflète une situation où « la durée du travail d'une personne employée est insuffisante par rapport à une autre situation d'emploi possible que cette personne est disposée à occuper et disponible pour le faire ». L'emploi inadéquat, lui, survient dans « des situations de travail qui diminuent les aptitudes et le bien-être des travailleurs par rapport à une autre situation d'emploi » (BIT, 1998).

9. Voir chapitre 6.

10. Voir chapitre 12.

CHAPITRE 19

Trop d'inégalités, quelles solutions ?

Nicolas Zorn

Contrairement aux économistes orthodoxes, les post-keynésiens n'ont pas attendu la crise financière de 2007-2008 pour se préoccuper de l'accroissement des inégalités économiques des dernières décennies. Tout comme Keynes (1936, p. 324), ils ne voient toutefois pas nécessairement d'un mauvais œil *toute* inégalité économique. De leur point de vue, le niveau souhaitable et approprié des inégalités de revenu sera celui qui maximisera la croissance économique et permettra d'atteindre le plein-emploi des ressources productives, soit un niveau bien plus faible qu'il ne l'est actuellement dans la plupart des pays. Dans cette perspective, quelles politiques favoriser ?

Une croissance économique soutenable et dont les gains profiteraient à tous serait une condition nécessaire au maintien d'écarts de revenus stables et modérés. À cet égard, la période des Trente Glorieuses (1945-1975) dans les pays développés est souvent citée en exemple : forte croissance économique répartie de façon plutôt égalitaire ; atteinte du plein-emploi ; succès des politiques de stimulation de la demande ; gains de productivité élevés qui caractérisèrent le modèle économique de cette période, souvent qualifiée d'âge d'or du capitalisme.

Partant du principe qu'assurer de faibles écarts dans la distribution des revenus et richesses est socialement bénéfique et économiquement nécessaire, les post-keynésiens ont développé un certain nombre de propositions de politique économique permettant de mettre ce principe en application. Ce chapitre présente ainsi leurs principales idées en la matière. Il est organisé comme suit. La première section présente brièvement la perspective post-keynésienne en matière de répartition des revenus. La deuxième aborde quelques-uns des enjeux actuels propres à cette question. La troisième expose les principales recommandations de cette approche en termes de politiques publiques et est suivie d'une conclusion.

1. La perspective post-keynésienne

Prônant un rôle proactif pour l'État et soulignant les importantes limites d'une économie de marché laissée à elle-même, les post- keynésiens sont habituellement identifiés comme étant progressistes et à gauche du spectre politique. Il n'est donc pas surprenant qu'ils se préoccupent de justice sociale. Ainsi, parvenir à rendre une société plus égalitaire serait pour eux un objectif intrinsèquement désirable.

Néanmoins, leur intérêt pour une meilleure répartition des revenus et des patrimoines trouve sa justification au niveau macroéconomique, où la question des inégalités s'accorderait, directement ou indirectement, avec les quatre principaux objectifs que devraient avoir les politiques économiques : une répartition des revenus et richesses plutôt égalitaire ; le plein-emploi de la population active ; la stabilité financière ; un taux d'inflation plutôt faible, mais positif (King, 2015, p. 77).

Que ce soit au niveau individuel ou en termes de classes sociales, les post-keynésiens soulignent que la propension à consommer des capitalistes, des rentiers et des groupes à hauts revenus est en moyenne plus faible que celles des travailleurs, de la classe moyenne et des moins nantis. C'est parce que la demande agrégée détermine le niveau de croissance économique (Setterfield, 2001) qu'il est essentiel d'observer le niveau de la propension à consommer et la manière dont celle-ci est affectée par la répartition du revenu. Une redistribution en faveur de ceux ayant une plus forte propension à consommer accroît la demande globale, ce qui stimule la croissance et contribue au plein-emploi. De plus, tant que la croissance des salaires suit l'augmentation de la productivité, l'inflation est maîtrisée et la répartition des revenus entre salaires et profits reste stable. Enfin, des inégalités économiques trop élevées génèrent de l'instabilité financière et des déséquilibres de la balance des paiements (Stockhammer, 2015). C'est là un argument supplémentaire en faveur de leur réduction. Une tout autre voie a pourtant été empruntée depuis le début des années 1980.

2. L’impasse néoclassique

L’histoire est désormais connue et bien documentée : depuis les années 1980, les inégalités de répartition des revenus au sein des pays développés se sont aggravées (OCDE, 2011). Tandis que les revenus de la classe moyenne et des moins nantis ont peu augmenté, ou même stagné, ceux des 1 % les plus riches ont connu une croissance très forte (Atkinson, Piketty et Saez, 2010), en particulier dans les pays anglophones (Zorn, 2017). Cette évolution s’est accompagnée, d’après le Bureau international du travail, d’un découplage entre les salaires et les gains de productivité (BIT, 2012, p. III) ; le partage de la valeur ajoutée a changé de manière importante, aux dépens de la part des revenus du travail et au profit des revenus du capital, tant pour les pays développés que pour les pays émergents et en développement (Stockhammer, 2013, p. 1-3). Ainsi, rentiers et capitalistes ont capté une part plus importante de la croissance économique.

Avec la crise de 2007-2008, la demande globale a considérablement ralenti, car elle n’a pas pu être soutenue par l’endettement des ménages. Au niveau mondial, « la croissance des salaires réels moyens est demeurée bien inférieure au niveau d’avant la crise » (BIT, 2012, p. IV), handicapant d’autant la croissance économique. Dans les pays développés, le salaire réel moyen a connu une croissance annuelle moyenne de seulement 0,4 % de 2006 à 2011, et même deux reculs pendant cette période. Quant au chômage, « le déficit mondial d’emplois lié à la crise qui est apparu depuis le début de celle-ci en 2008, venant s’ajouter à un nombre de chômeurs déjà conséquent, continue de se creuser [et] devrait encore s’aggraver » (BIT, 2014, p. IV).

Si les économies émergentes enregistrent une progression importante des salaires pendant la même période, leurs niveaux restent toutefois bien inférieurs à ceux des pays développés. Selon la Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement, l’essor de ces économies, qui dépend beaucoup de leurs exportations vers les pays développés, est freiné en raison du ralentissement économique qui sévit depuis la crise (CNUCED, 2013, p. 17).

Au final, ces politiques n’ont bénéficié qu’aux plus riches.

2.1. U

Les modèles néo-kaleckiens, qui occupent une place particulièrement importante dans la littérature post-keynésienne, présentent plusieurs contributions théoriques et vérifications empiriques liant la répartition des revenus entre salaires et profits à la croissance économique[1]. Dans un régime tiré par les profits (*profit-led growth*), l’accroissement de la part des profits dans le revenu global – ou, ce qui revient au même, une réduction de la part des salaires dans ce même revenu global – est donc favorable à la croissance économique, tandis qu’il est défavorable à la croissance économique dans un régime tiré par les salaires (*wage-led growth*).

Empiriquement, cette littérature soutient que l’économie au niveau mondial et la plupart des économies nationales développées ont des régimes tirés par les salaires. L’augmentation des inégalités depuis les années 1980 aurait donc eu un effet néfaste sur la croissance économique (Onaran et Galanis, 2013). Plusieurs pays présentant un régime de croissance tiré par les salaires ont toutefois vu leur PIB augmenter, bien que la part des salaires ait été réduite pendant cette période. Cela n’a été rendu possible qu’en adoptant une des deux stratégies suivantes, économiquement insoutenables à long terme : une

croissance tirée par les exportations ou par l'endettement et la financiarisation (Stockhammer, 2015).

L'Allemagne, le Japon ou la Chine sont des exemples de pays ayant misé sur une modération des salaires afin de favoriser leurs exportations, construisant ainsi leur réussite au détriment des pays qui ne suivaient pas cette voie. Mais, comme de nombreux pays pratiquent actuellement la modération salariale, l'avantage concurrentiel disparaît tandis que la réduction conséquente de la demande – due à cette déflation salariale généralisée – affaiblit la croissance économique globale et alimente une spirale déflationniste dont il est difficile de sortir. Les États-Unis et le Royaume-Uni, dotés d'écarts de revenus élevés, ont quant à eux plutôt misé sur l'endettement privé pour compenser la faible progression des salaires. Ces deux processus interdépendants, qui sont le produit de politiques monétaires, fiscales, salariales, industrielles et commerciales (Herr et Kazandziska, 2011), affectent également la répartition des revenus.

2.2. D

Depuis les années 1990, les économistes orthodoxes – ce qui inclut les néo-keynésiens – ont présenté l'accroissement des écarts de revenus essentiellement comme le résultat de mécanismes relevant de l'offre, liés à l'innovation technologique et à l'entrée des pays émergents comme la Chine et l'Inde dans le processus de mondialisation.

Bien qu'elle puisse avoir un certain impact, la mondialisation n'explique pas pourquoi des pays fortement intégrés à l'économie mondiale comme la France ou les pays scandinaves n'ont pas connu une augmentation aussi marquée des inégalités qu'aux États-Unis ou au Royaume-Uni, par exemple. Ensuite, les périodes de changements technologiques ne correspondent pas vraiment à celles qui voient les inégalités augmenter. Mais, surtout, ces facteurs ne permettent pas de bien expliquer l'accroissement des écarts de revenus parmi les catégories sociales les plus éduquées (Lemieux, 2008).

À partir d'une étude économétrique menée sur la période 1970-2007, Engelbert Stockhammer (2013) montre que la part croissante des richesses qui va vers les profits est le produit de la « financiarisation de l'économie », qui suppose le « rôle croissant des motivations financières, des marchés financiers, des acteurs et institutions de la finance dans le fonctionnement des économies domestiques et internationale » (Epstein, 2005, p. 3 ; notre traduction). Selon cette étude, la mondialisation et la réduction des dépenses publiques seraient les deux autres facteurs ayant un impact important sur la réduction de la part des salaires dans le PIB, l'innovation technologique ne jouant qu'un rôle secondaire.

Ces facteurs résultent de politiques délibérées. La fin des Trente Glorieuses fut provoquée par une série de bouleversements dans les années 1970 : fin du système de Bretton Woods régulant les taux de change et déréglementation des flux de capitaux ; recul progressif des politiques de plein-emploi et de négociations collectives régulées et équilibrées ; chocs pétroliers ; tensions inflationnistes dues en partie aux demandes salariales des travailleurs qui étaient supérieures aux gains de productivité. Le recul au moins partiel de l'État-providence et de la capacité redistributive des impôts, ainsi que l'adoption des prémisses monétaristes et de politiques de laissez-faire économique, comblèrent le vide laissé par l'incapacité des institutions d'après-guerre à répondre aux défis de cette décennie (Cornwall et Cornwall, 2001). Ces bouleversements ouvrirent les digues qui retenaient la propension des forces du marché à accroître les écarts de revenus.

Thomas Palley soutient de façon imagée que ce nouveau modèle de croissance, qu'il décrit comme une boîte à six côtés, aurait « piégé » (*boxed-in*) les travailleurs (2012, p. 37-40 et 142-144). Ces six

facteurs, présents tant dans les pays riches qu'émergents, exercent une pression importante sur les salaires, l'emploi et les attentes des travailleurs. L'affaiblissement de leur pouvoir de négociation a permis aux patrons et aux actionnaires de remettre en cause la progression parallèle des salaires et de la productivité, élément caractéristique de la période d'après-guerre.

Le premier de ces six facteurs est la mondialisation, à travers laquelle la mobilité du capital et les politiques de libre-échange mettent désormais en concurrence les travailleurs à l'échelle mondiale. Le deuxième est représenté par des gouvernements qui sapent l'action de l'État, donc sa légitimité, en favorisant la réduction des impôts et des dépenses sociales ainsi que le recours aux privatisations. Le troisième facteur est la dérégulation des marchés du travail, qui mine le pouvoir de négociation des syndicats, couplée à un repli des politiques de protection des travailleurs, tant au niveau de leurs droits et des obligations des entreprises que des prestations d'assurance chômage. Le quatrième facteur est l'abandon de l'objectif de plein-emploi par les gouvernements et les banques centrales au profit du maintien d'un faible taux d'inflation, ce qui a eu pour conséquence d'accroître le niveau du chômage.

À ces quatre facteurs s'ajoute le rôle déterminant des entreprises et des marchés financiers. La relation entre ces deux derniers côtés de la boîte décrite par Palley est communément baptisée « financiarisation ». Ainsi, les acteurs des marchés financiers jouissent désormais d'une influence déterminante sur les décisions prises par les entreprises, influence qu'ils mettent au service de leurs propres intérêts. Cette prise de contrôle des entreprises conduit à privilégier une logique de maximisation de la valeur actionnariale et des dividendes à court terme, au détriment du développement de l'économie réelle (Stockhammer, 2010), et instaure une instabilité croissante qui entraîne une aggravation de l'endettement des ménages, une volatilité accrue des taux de change et du cours des valeurs mobilières. Cette logique de « création de valeur pour l'actionnaire », consistant à redistribuer une part grandissante des profits en faveur des actionnaires, conduit à négliger l'investissement, ce qui pénalise l'activité et l'emploi (Lazonick et O'Sullivan, 2000). Enfin, dernier facteur, le pouvoir grandissant pris par les grandes entreprises et la finance permet à ces dernières d'influencer les politiques publiques dans un sens qui favorise les quatre premiers facteurs décrits par Palley.

Le retournement idéologique opéré au début des années 1980 a conduit à accroître la part du revenu national alloué aux profits, c'est-à-dire au bénéfice des rentiers et capitalistes, et ce au détriment de la progression des salaires. Dans le même temps, la concurrence accrue entre travailleurs a également favorisé l'accroissement des écarts de revenus entre salariés. Pour les post-keynésiens, qui considèrent de trop grandes inégalités de répartition des richesses comme néfastes, ce n'est assurément pas la voie à suivre.

3. Les recommandations post-keynésiennes

Pour les post-keynésiens, un système équitable, c'est-à-dire dans lequel la prospérité est partagée, impose de réduire les écarts de revenus. À cet effet, ils préconisent des politiques économiques volontaristes et ambitieuses, agissant tant sur la répartition des revenus de marché que sur les revenus nets[2], ce qui suppose de surmonter un certain nombre d'obstacles.

3.1. A

Les écarts de revenus dans les pays riches ont surtout augmenté au niveau des revenus de marché, ce qui doit être corrigé. L'analyse fonctionnelle de l'évolution des revenus a également révélé un recul de la part captée par les salaires, à l'avantage de la part des revenus captée par les profits. Résultat de politiques délibérées, le rapport de force asymétrique entre entreprises et travailleurs se creuse au bénéfice des premières, les seconds étant mis en compétition les uns avec les autres, tant entre pays qu'à l'intérieur même de ceux-ci, ce qui fragilise leur position dans le rapport de force qui les oppose aux entreprises. Seule une minorité de travailleurs peut tirer parti d'un rapport de force favorable, en raison de compétences fortement demandées et difficilement remplaçables, ou tout simplement en occupant une position au sein de l'entreprise – P-DG ou travailleur de la finance, par exemple – permettant de capter une plus grande part des revenus.

Plus le taux de chômage est élevé, moins les travailleurs, de manière générale, sont en mesure d'obtenir des augmentations de salaire équivalentes aux gains de productivité, ces derniers étant plutôt alloués aux profits. Aussi, un taux de chômage élevé conduit une part croissante de la population active à dépendre des prestations gouvernementales pour partiellement suppléer l'absence de salaire, quand une autre partie ne bénéficie d'aucun revenu individuel. Ces deux effets aggravent les écarts de revenus. Renverser cette tendance suppose donc un rééquilibrage du rapport de force entre capitalistes et rentiers, d'une part, et salariés, d'autre part, au profit de ces derniers, donc de ceux ayant le plus faible pouvoir de négociation.

Afin de réduire les inégalités, il est donc indispensable que le plein-emploi, qui suppose de maximiser la croissance économique soutenable à long terme, (re)devienne l'objectif principal des politiques économiques. De nombreux leviers peuvent être mobilisés à cet effet : une politique monétaire accommodante ; une stratégie industrielle portée sur l'innovation et la compétitivité qualitative des biens et services produits ; d'importants investissements publics favorisant le développement collectif ; un large accès à la formation pour les travailleurs ; des programmes sociaux incitant les employeurs à embaucher des travailleurs ayant des difficultés à intégrer le marché du travail. Sans surprise, les pays qui font du plein-emploi un objectif central ont historiquement de plus faibles écarts de revenus.

De même, l'accroissement du nombre d'emplois dans la fonction publique, à condition que ceux-ci soient dotés de bonnes conditions salariales et de travail, sert l'objectif de plein-emploi. Il stimule en effet l'offre de biens publics de qualité (éducation, santé, etc.), soutient la demande de biens et services, et peut agir positivement sur la structure du marché de l'emploi dans le secteur privé, tant en termes de salaire que de condition de travail. Un programme d'emploi garanti – du type employeur en dernier ressort[3] – pourrait également s'avérer souhaitable, notamment pour aider les chômeurs de longue durée.

Le recours au déficit budgétaire peut aussi être nécessaire car, en stimulant la demande agrégée, il

favorise la création d'emplois. Ce déficit n'est pas problématique en soi et peut même être durable tant que l'inflation reste raisonnable et maîtrisée, qu'il ne génère pas de graves problèmes au niveau de la balance des paiements et que la banque centrale n'en annule pas les effets en menant une politique monétaire restrictive. Dans une perspective post-keynésienne, une bonne partie du déficit public est épongée par la croissance économique générée par les dépenses publiques[4]. De plus, les banques centrales pourraient aisément financer ces déficits et prendre en charge une partie plus importante des dettes publiques, de façon coordonnée avec les gouvernements, comme ce fut le cas dans plusieurs pays pendant les Trente Glorieuses. Josh Ryan-Collins (2015) montre que, dans le cas du Canada, ce type de politique n'est pas inflationniste, contrairement à ce que soutiennent les adversaires des post-keynésiens.

Au-delà des dépenses, programmes et emplois publics, le retour d'une régulation active du marché du travail, favorisant les droits et protections de l'ensemble des salariés, participerait également du rééquilibrage du rapport de force en faveur des salaires. Le renforcement du droit des travailleurs à la libre association syndicale, le rétablissement des négociations de conventions collectives à l'échelle nationale, l'adoption de programmes de partage du temps de travail, l'accroissement du salaire minimum au même rythme que les gains de productivité et la négociation de traités de libre-échange qui ne favorisent pas que les multinationales sont autant d'exemples de mesures concrètes qui vont dans ce sens.

3.2. R

Nous pouvons identifier quatre grandes fonctions d'une politique fiscale post-keynésienne visant la réduction des inégalités : diminuer ou plafonner la croissance des groupes à hauts revenus – ainsi que celle des hauts patrimoines ; éliminer la pauvreté ; favoriser certains effets incitatifs ou, au contraire, lutter contre certaines externalités – la spéculation financière, par exemple ; maximiser la croissance économique soutenable. Cette dernière fonction englobe tant le soutien de la demande agrégée – en transférant des revenus vers les agents économiques ayant une propension marginale à consommer plus élevée – que la stabilisation des cycles économiques. Puisque les post-keynésiens mettent l'accent sur les agrégats et les phénomènes macroéconomiques, leurs propositions spécifiques quant aux taux d'imposition, aux exemptions et à la structure du système fiscal sont peu développées (Laramie et Mair, 2001, p. 50). Pour eux, le niveau adéquat des impôts et des transferts dépend principalement du déficit de la demande effective à combler pour atteindre une situation non inflationniste de plein emploi.

Les post-keynésiens sont particulièrement favorables à l'idée de redistribution des revenus par le recours aux impôts progressifs, dotés de taux élevés pour les revenus des mieux nantis. Imposer davantage ces derniers permet de réduire le pouvoir que leur confèrent leurs revenus. L'imposition du capital et de ses revenus est également souhaitable – sous certaines conditions –, mais l'absence de contrôle des capitaux rend plus difficile sa mise en œuvre efficace.

Ces propositions peuvent être couplées à des prestations en faveur des moins nantis et de certaines catégories de ménages, notamment les familles avec enfants. De telles mesures, qui ciblent les catégories sociales les moins favorisées, donc celles ayant la plus importante propension à consommer, peuvent être financées au moyen d'un système fiscal progressif, et participent à l'atténuation des effets de la pauvreté sur les enfants, ainsi qu'à la réduction de l'état d'incertitude pouvant nuire à la prise de risque (Pressman, 2014, p. 516).

Les inégalités économiques résultent et se nourrissent d'inégalités sociales – écarts en matière d'accès à la santé et, plus généralement, à des services essentiels. L'État-providence moderne doit

combattre ces deux types d'inégalité et, en particulier, œuvrer en faveur d'un accès à une éducation de qualité pour les moins nantis (Pressman, 2007, p. 468). En effet, les services publics – santé, réinsertion sociale, transport, éducation, garderies publiques, habitations à loyer modéré, etc. – permettent de couvrir à moindre coût des dépenses qui autrement seraient dispendieuses, ou simplement inaccessibles, pour les moins favorisés et les classes moyennes. Cette redistribution en nature joue un rôle égalisateur important et constitue la principale contrepartie visible à des impôts élevés. Les post-keynésiens y sont particulièrement favorables puisque l'État-providence est pour eux une nécessité économique, dans la mesure où il réduit l'incertitude fondamentale qui caractérise le monde réel, encourage la prise de risque, réduit les coûts sociaux et diminue le recours à l'épargne de précaution, ce qui favorise la consommation et la croissance (Herr et Kazandziska, 2011, p. 125-126).

3.3. L

Les propositions post-keynésiennes heurtent un certain nombre d'intérêts constitués qui feront obstacle à leur application, soit en sapant la position des travailleurs dans le rapport de force qui les oppose aux entreprises capitalistes, soit en contraignant la capacité des gouvernements à mener des politiques favorisant une croissance économique soutenable et le plein-emploi. Outre le manque de volonté politique nécessaire pour mettre en place ces propositions, trois grands obstacles doivent être surmontés au moyen de politiques appropriées : les excès des marchés financiers et leur régulation inefficiente ; les politiques macroéconomiques qui minent la croissance économique et le plein-emploi ; les déséquilibres macroéconomiques. Ainsi, Eckhard Hein et Achim Truger (2011) proposent un ensemble de politiques tenant compte de ces trois axes, qu'ils décrivent comme un « *New Deal* keynésien global ».

Tout d'abord, le système financier doit être mieux régulé et l'activité des agents financiers mieux encadrée, et ce afin d'accroître la transparence et de réorienter l'action de ces derniers vers les besoins de l'économie réelle. Cela passe par la limitation des opérations spéculatives ou particulièrement risquées, la séparation effective des banques de dépôt et des banques d'investissement, la standardisation et la supervision de l'ensemble des produits financiers, l'adoption d'une taxe internationale sur les transactions financières, ainsi que l'encadrement et la limitation des recours à la titrisation et au rachat d'actions pour accroître la valeur boursière des entreprises (Herr, 2011). Outre la nécessaire réduction des risques chroniques d'instabilité générés par un secteur financier peu encadré, ces mesures permettent également d'amoindrir les écarts de revenus. En effet, cette diminution du pouvoir de la finance peut en partie restituer celui des travailleurs, tout en permettant de ralentir l'enrichissement débridé des cadres dirigeants et travailleurs de la finance, l'un des principaux facteurs de croissance des revenus des 1 % les plus riches.

Ensuite, les politiques macroéconomiques menées depuis le début des années 1980 – qui visent à maintenir l'inflation à de faibles taux au prix d'un taux de chômage inutilement élevé – doivent être profondément remises en question, et les post-keynésiens proposent une approche alternative. Pour eux, le taux d'intérêt directeur fixé par les banques centrales est surtout conçu comme une variable *distributive*, c'est-à-dire politiquement déterminée, et non pas décidée par un processus de marché. Les politiques monétaires doivent donc cibler un taux d'intérêt réel nul ou faible, mais positif (Rochon et Setterfield, 2008), inférieur au taux de croissance à long terme de la production ou des gains de productivité. Cette proposition consiste soit à euthanasier les rentiers, comme le suggérait Keynes, soit à fournir un taux d'intérêt « juste », où le pouvoir d'achat des nouvelles dettes restera constant pour les salariés (Lavoie,

2014, p. 237).

Dans cette perspective, les ajustements macroéconomiques ne relèvent plus de la banque centrale mais des politiques budgétaires (Arestis et Sawyer, 2004) qui remplissent ainsi leur rôle de stabilisateurs macroéconomiques. Une coordination entre ces deux types de politiques complémentaires s'avère toutefois nécessaire. Ces mesures peuvent être complétées par une politique du revenu et des salaires, afin d'arrimer la croissance des salaires à celle des gains de productivité et à la cible d'inflation, permettant de maintenir un développement macroéconomique stable et une balance commerciale en équilibre (Herr et Kazandziska, 2011, p. 74).

Empiriquement, une croissance économique plus importante dans une économie de marché qui n'est pas viciée par des phénomènes d'extraction de rente tend à rendre la répartition des revenus de marché plus égalitaire, alors qu'une croissance faible aura plutôt l'effet inverse, celui d'accroître les écarts de revenus (Galbraith et Berner, 2001). La stratégie macroéconomique post-keynésienne esquissée jusqu'ici permet donc de réduire les inégalités de revenu puisqu'elle favorise la croissance économique, le plein-emploi et les rentrées fiscales nécessaires pour pérenniser des politiques budgétaires et redistributives.

Finalement, des politiques internationales de coordination sont nécessaires pour dissuader les États qui encouragent la déflation salariale en vue de favoriser leurs exportations et de générer des surplus de leur balance commerciale, entretenant ainsi les déficits de leurs partenaires commerciaux – ce qui accroît l'endettement de ces derniers et réduit leur demande agrégée –, tout en fragilisant les travailleurs et la croissance économique mondiale, qui repose sur la demande agrégée totale. Pour contrer cette stratégie, les politiques de coordination internationale peuvent s'inspirer de la proposition de Keynes visant à établir une « union de compensation internationale » (1942), dont l'objectif est de « recycler » les surplus de la balance commerciale afin de fortement réduire les déséquilibres macroéconomiques[5]. Faute d'une telle union de compensation, le poids de l'ajustement repose entièrement sur les pays déficitaires, ce qui favorise les stratégies mercantilistes déprimant la croissance économique mondiale.

Conclusion

L'approche post-keynésienne offre un diagnostic pertinent et nuancé sur la question des écarts de revenus et de richesses excessifs, ainsi qu'une panoplie de propositions pour les réduire, directement ou indirectement. Évidemment, l'enjeu est complexe et l'efficacité de chacune des politiques proposées dépend de l'ampleur de leur mise en œuvre et de leur complémentarité. Reconnaissons toutefois que le rapport de force actuel avantage nettement les élites économiques capitalistes – détenteurs de capitaux et acteurs des marchés financiers en particulier – s'opposant aux politiques économiques post-keynésiennes qui réduiraient leur pouvoir.

Cette situation ne doit pas surprendre. Dans un article désormais classique, Michał Kalecki (1943) soutenait que des politiques de plein-emploi et de soutien de la demande pouvaient être mises en place avec succès par les gouvernements des pays capitalistes. Il était toutefois conscient que la « classe d'affaires » s'opposerait férocement à des politiques qui réduiraient leur pouvoir de contrôle des travailleurs – notamment *via* le chômage de masse. Ainsi, pour Kalecki, les conflits entre classes sociales apparaissent plus importants que l'efficience du système économique.

Les post-keynésiens ont bien compris le rôle essentiel des institutions, des normes sociales et de la politique, qui a toujours le dernier mot. À ce titre, les acteurs de la société civile – syndicats, associations, etc. – ainsi que les citoyens et les travailleurs eux-mêmes ont tous un important rôle à jouer (Zorn, 2015), en particulier celui de réclamer des changements et de maintenir la pression sur les gouvernements et les entreprises. Bien davantage que de simplement « connaître » les réformes appropriées, le principal défi des inégalités est politique.

Références bibliographiques

Arestis, P., et Sawyer, M. (2004), *Re-examining Monetary and Fiscal Policies in the Twenty First Century*, Cheltenham, Edward Elgar.

Atkinson, A. B., Piketty, T., et Saez, E. (2010), « Top Incomes in the Long Run of History », dans A. B. Atkinson et T. Piketty (dir.), *Top Incomes : A Global Perspective*, Oxford-New York (N. Y.), Oxford University Press, p. 664-759.

BIT (2012), « Rapport mondial sur les salaires 2012/13 : salaires et croissance équitable. Résumé analytique », ILO.org.

BIT (2014), « Tendances mondiales de l'emploi 2014 : vers une reprise sans emplois ? Résumé analytique », ILO.org.

CNUCED (2013), « Trade and Development Report, 2013 », UNCTAD.org.

Cornwall, J., et Cornwall, W. (2001), *Capitalist Development in the Twentieth Century : An Evolutionary-Keynesian Analysis*, Cambridge, Cambridge University Press.

Davidson, P. (2009), *The Keynes Solution : The Path to Global Economic Prosperity*, Basingstoke, Palgrave Macmillan.

Epstein, G. A. (2005), « Introduction : Financialization and the World Economy », dans *id.* (dir.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 3-16.

Galbraith, J. K., et Berner, M. (dir.) (2001), *Inequality and Industrial Change : A Global View*, New York (N. Y.), Cambridge University Press.

Hein, E., et Truger, A. (2011), « Finance-Dominated Capitalism in Crisis : The Case for a Keynesian New Deal at the European and the Global Level », dans P. Arestis et M. Sawyer (dir.), *New Economics as Mainstream Economics : International Papers in Political Economy*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, p. 190-230.

Herr, H. (2011), « Making an Unstable Financial System Work : Reform Options », *International Journal of Labour Research*, vol. 3, n° 1, p. 133-155.

Herr, H., et Kazandziska, M. (2011), *Macroeconomic Policy Regimes in Western Industrialized Countries*, Abingdon, Routledge.

Kalecki, M. (1943), « Political Aspects of Full Employment », *Political Quarterly*, vol. 14, n° 4, p. 322-331.

Keynes, J. M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, 2e éd., trad. fr. J. de Largentaye, Paris, Payot, 1969.

Keynes, J. M. (1942), « Proposal for an International Clearing Union », reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1980, t. 25, p. 33-40.

King, J. E. (2015), *Advanced Introduction to Post Keynesian Economics*, Cheltenham, Edward Elgar.

Laramie, A. J., et Mair, D. (2001), « Tax Incidence », dans R. P. F. Holt et S. Pressman (dir.), *A New Guide to Post-Keynesian Economics*, Londres-New York (N. Y.), Routledge, p. 42-51.

Lavoie, M. (2014), *Post-Keynesian Economics : New Foundations*, Cheltenham, Edward Elgar.

Lazonick, W, et O'Sullivan, M. (2000), « Maximizing Shareholder Value : A New Ideology for Corporate

Governance », *Economy and Society*, vol. 29, nº 1, p. 13-35.

Lemieux, T. (2008), « The Changing Nature of Wage Inequality », *Journal of Population Economics*, vol. 21, nº 1, p. 21-48.

OCDE (2011), « Divided We Stand : Why Inequality Keeps Rising », OECD.org.

Onaran, Ö., et Galanis, G. (2012), « Is Aggregate Demand Wage-Led or Profit-Led ? National and Global Effects », ILO.org.

Palley, T. I. (2012), *From Financial Crisis to Stagnation : The Destruction of Shared Prosperity and the Role of Economics*, Cambridge, Cambridge University Press.

Pressman, S. (2007), « A Prolegomena to Any Future Post Keynesian Education Policy », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 29, nº 3, p. 455-472.

Pressman, S. (2014), « Keynes, Family Allowances, and Keynesian Economic Policy », *Review of Keynesian Economics*, vol. 2, nº 4, p. 508-526.

Qazizada, W., et Stockhammer, E. (2015), « Government Spending Multipliers in Contraction and Expansion », *International Review of Applied Economics*, vol. 29, nº 2, p. 238-258.

Rochon, L.-P., et Setterfield, M. (2008), « The Political Economy of Interest-Rate Setting, Inflation, and Income Distribution », *International Journal of Political Economy*, vol. 37, nº 2, p. 5-25.

Ryan-Collins, J. (2015), « Is Monetary Financing Inflationary ? A Case Study of the Canadian Economy, 1935-75 », The Levy Economics Institute, document de travail nº 848.

Setterfield, M. (dir.), 2001, *The Economics of Demand-Led Growth*, Cheltenham, Edward Elgar.

Stockhammer, E. (2010), « Financialization and the Global Economy », PERI (Political Economy Research Institute), document de travail nº 242.

Stockhammer, E. (2013), « Why Have Wage Shares Fallen ? A Panel Analysis of the Determinants of Functional Income Distribution », ILO.org.

Stockhammer, E. (2015), « Rising Inequality as a Cause of the Present Crisis », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 39, nº 3, p. 935-958.

Zorn, N. (2015), *Les Inégalités, un choix de société ? Mythes, enjeux et solutions*, Montréal, Institut du Nouveau Monde.

Zorn, N. (2017), *Le 1 % le plus riche. L'exception québécoise*, Montréal, Presses de l'université de Montréal.

---

1. Voir chapitre 11.

2. Les revenus individuels ou de ménages sont généralement comptabilisés de trois façons : revenu de marché (revenu avant impôts et transferts), revenu total (revenu après transferts, mais avant impôts) et revenus nets (après transferts et impôts).

3. Voir chapitre 18.

4. Walid Qazizada et Engelbert Stockhammer (2015), à partir d'une étude basée sur un échantillon de vingt et un pays et couvrant la période 1979-2011, concluent que le multiplicateur est égal à 1 en période d'expansion et à 3 en période de récession.

5. Pour une proposition moderne et détaillée, cf. Davidson (2009).

CHAPITRE 20

La politique monétaire post-keynésienne

Emmanuel Carré et Edwin Le Héron

Depuis 1945, quatre courants ont successivement dominé la politique monétaire[1] : les keynésiens (1945-1974), qui recherchent, au moyen d'une politique monétaire discrétionnaire, le meilleur arbitrage entre plein-emploi et stabilité des prix ; les monétaristes (1974-1982), qui réhabilitent la théorie quantitative de la monnaie et imposent le respect d'une règle de contrôle de la masse monétaire afin de maintenir la stabilité des prix, qui est leur unique objectif ; la nouvelle école classique (1982-1992), qui a imposé l'indépendance des banques centrales au nom de la crédibilité ; les nouveaux keynésiens (depuis 1993), qui, avec la règle de Taylor et sa discrétion contrainte, promeuvent les politiques de ciblage de l'inflation autour de 2 %. La violente crise de 2007-2008 a montré les limites de ces politiques monétaires conventionnelles face au risque de déflation et a conduit la politique monétaire en territoire inconnu.

La politique monétaire post-keynésienne, même si elle se rapproche souvent de la politique monétaire keynésienne et s'attache à rester fidèle aux idées de Keynes, se démarque de ces approches conventionnelles car elle refuse toute crispation déflationniste et se structure selon deux principes forts que nous développerons : une théorie qualitative de la monnaie et une contrainte discrétionnaire. Elle s'appuie également sur l'approche de l'instabilité financière de Hyman Minsky (1975) et sur la théorie de la monnaie endogène de Nicholas Kaldor[2].

Après avoir rappelé les fondements théoriques de la politique monétaire post-keynésienne, nous analyserons son cadre institutionnel avant de décrire ses objectifs, instruments et éventuelles règles. Nous verrons enfin si elle est compatible avec les politiques monétaires non conventionnelles mises en place après la crise de 2007-2008.

1. Les principes théoriques de la politique monétaire post-keynésienne

Les principes théoriques généraux de la politique monétaire post- keynésienne sont assez simples et s'appuient sur les apports fondamentaux de Keynes : monnaie endogène, demande effective, incertitude radicale[3]. Malgré l'importance théorique de la monnaie endogène chez les post-keynésiens, ils ne considèrent pas la politique monétaire comme très efficace, même s'ils souhaitent que la banque centrale puisse jouer pleinement son rôle de prêteur en dernier ressort de l'État.

1.1. L

La politique monétaire post-keynésienne repose sur la théorie de la monnaie endogène. La banque centrale ne crée pas directement la monnaie utilisée dans l'économie par les entreprises, les ménages ou l'État, mais seulement la monnaie de banque centrale, c'est-à-dire la monnaie utilisée par les banques de second rang pour se payer entre elles. Ce sont les banques de second rang qui sont à l'origine de la création monétaire. La quantité de monnaie créée dépend de la demande de monnaie des entrepreneurs pour financer la production, de celle de l'État pour financer son déficit budgétaire, ainsi que, marginalement, de celle des ménages en matière de crédits immobiliers ou à la consommation. Les anticipations des entrepreneurs, déterminant la demande effective et le niveau du déficit public, constituent donc l'élément fondamental de la création monétaire.

L'offre de monnaie des banques est dirigée par la demande de monnaie issue de la demande de crédit et de l'offre de titres financiers des agents non financiers, que les banques peuvent toutefois refuser de financer si elles considèrent que le pari productif n'est pas réaliste ou que le demandeur n'est pas solvable. La première fonction de la monnaie est de financer l'économie et d'échapper ainsi à la contrainte d'une épargne préalable[4]. La monnaie est avant tout une anticipation de création de richesse. Cette quantité de monnaie est donc endogène au processus de production et à sa régulation par l'État, et non pas exogène ou relevant uniquement de la politique monétaire, comme dans le modèle IS-LM[5] des keynésiens de la synthèse ou chez les monétaristes.

Deux conclusions peuvent être tirées de la théorie de la monnaie endogène.

Premièrement, l'instrument principal de la politique monétaire de la banque centrale est le taux d'intérêt directeur. Ce taux d'intérêt est exogène et ne relève pas d'un quelconque équilibre entre l'épargne et l'investissement. La préférence pour la liquidité des ménages se traduit par la répartition *ex post* de l'épargne entre la monnaie et les différents actifs financiers et immobiliers. Elle influe sur le prix des actifs financiers et immobiliers, et non sur le niveau du taux d'intérêt. Comme l'indique le titre d'un article de Keynes (1937), le taux d'intérêt devient une variable *ex ante* déterminée dans le cadre de la politique monétaire de la banque centrale et n'est plus une variable *ex post* déterminée par le motif de spéculation des seuls ménages. Cela correspond bien au cadre de la politique monétaire des années 2010, où les taux directeurs sont directement fixés par la banque centrale sans une quelconque relation avec un marché de la monnaie. La banque centrale pouvant fixer à la fois la quantité de monnaie de banque centrale et son prix, il n'y a pas de marché de la monnaie ultime : la banque centrale est le marché.

Deuxièmement, il est important de contrôler et de réguler le fonctionnement des banques de second rang, étant donné leur place stratégique dans le financement de l'économie. La qualité de l'actif des

banques, c'est-à-dire des contreparties de la monnaie, est la condition *sine qua non* de la stabilité monétaire et financière. Ainsi, comme le montre Minsky, la régulation financière en période de prospérité est un élément essentiel des politiques monétaires post-keynésiennes pour éviter les crises financières.

1.2. U

L'efficacité de la politique monétaire est plus faible que celle de la politique budgétaire. Elle est assez efficace pour freiner la croissance économique, mais beaucoup moins pour la relancer. Keynes disait que de l'efficacité marginale du capital (*emc*), c'est-à-dire la rentabilité attendue de l'investissement, et du taux d'intérêt, la première variable était de loin la plus déterminante pour expliquer la croissance économique. Si la demande effective est faible, donc le chômage élevé par manque de confiance en l'avenir (*emc* faible), une baisse, même importante, des taux d'intérêt n'aura qu'un faible effet sur l'investissement. La situation depuis 2010 en est un parfait exemple : les taux directeurs des banques centrales sont à 0 % et l'investissement ne repart pas. En revanche, une hausse brutale des taux en période de croissance est de nature à freiner, voire à stopper net la croissance.

1.3. L

La monnaie peut également servir au financement de l'État, auprès duquel la banque centrale doit assurer le rôle de prêteur en dernier ressort. En effet, une politique budgétaire est d'autant plus efficace qu'elle n'est pas confrontée à un problème de financement. Une rareté du financement en période de relance budgétaire a pour conséquence négative une hausse des taux d'intérêt et un risque d'éviction des entreprises privées par l'État sur le marché du capital. Or les post-keynésiens montrent qu'avec la capacité des banques à créer de la monnaie *ex nihilo* il n'y a aucune justification théorique à l'effet d'éviction et à la hausse des taux d'intérêt. La rareté du financement ne peut être qu'une rareté choisie, mais en aucun cas issue d'une contrainte d'épargne *ex ante*, de fonds prêtables comme l'affirment les économistes néoclassiques. Ainsi, la banque centrale doit jouer son rôle de prêteur en dernier ressort et pouvoir financer directement l'État afin de stabiliser les taux d'intérêt en fournissant la liquidité nécessaire. La gestion de l'endettement public est une caractéristique essentielle des politiques monétaires post-keynésiennes.

Inscrite dans tous les traités européens depuis celui de Maastricht (1992), l'interdiction faite à la BCE et aux banques centrales nationales de la zone euro de remplir ce rôle de prêteur en dernier ressort est l'explication principale de la crise des dettes souveraines en Europe en 2010 et de la difficulté de l'Union européenne à retrouver une croissance suffisante. Cette interdiction rend impossible le financement des déficits publics par la création monétaire et enlève un canal essentiel de transmission de la politique monétaire vers l'activité économique. La BCE le constate aujourd'hui car les centaines de milliards de monnaie de banque centrale qu'elle a créées par les différentes politiques de facilités quantitatives (*quantitative easing*) ne se retrouvent pas dans l'économie réelle. Contrairement au dogme monétariste défendu par Milton Friedman (1968), l'augmentation de la monnaie de banque centrale (base monétaire) n'a jamais automatiquement fait augmenter la masse monétaire en circulation dans l'économie (mesurée par l'agrégat M3[6]). Financer les États nationaux ou un budget européen serait un moyen extrêmement simple d'injecter cette monnaie de banque centrale directement dans l'économie réelle et de

l’affecter à des projets qui seraient validés socialement et démocratiquement.

2. Le cadre institutionnel de la politique monétaire post-keynésienne

Le cadre institutionnel souhaité par les post-keynésiens s'oppose totalement à celui qui prévaut depuis les années 1980 et qui s'inscrit dans le cadre du capitalisme financiarisé ayant inspiré les traités européens. Ils critiquent aussi bien l'indépendance de la banque centrale et le régime de change en vigueur que les principes de la régulation financière.

2.1. L'

Aucun argument ne peut être trouvé en faveur de l'indépendance des banques centrales, qui est pourtant devenue la norme dans les pays développés depuis les années 1990, à la suite des travaux des nouveaux classiques[7]. Plus généralement, l'organisation de la banque centrale et des banques selon les post-keynésiens est tout à fait différente de celle caractérisant le modèle libéral qui s'est imposé depuis les années 1980. Dans une démocratie, la politique monétaire doit être conduite par une institution, la banque centrale, soumise au contrôle des citoyens. Si la banque centrale peut disposer d'une autonomie instrumentale, ses objectifs doivent être déterminés par le pouvoir démocratiquement élu et son action doit être coordonnée avec les autres politiques économiques.

Le contrôle d'une partie du système bancaire permet, par ailleurs, de renforcer les canaux de transmission de la politique économique, donc de la politique monétaire. À cet effet, un circuit monétaire et financier du Trésor, distinct du système concurrentiel des banques privées et des marchés financiers, est un élément utile pour la régulation économique, tourné vers l'action publique.

2.2. L

Concernant le régime de change, les post-keynésiens n'ont pas de théorie établie. S'ils ne croient pas que les taux de change assurent automatiquement l'équilibre de la balance des paiements, ils n'en déduisent pas obligatoirement qu'ils doivent être fixes, comme cela a été le cas dans le système de Bretton Woods (1944-1971) ou le Système monétaire européen (1979-1998). Si une régulation du marché des changes est nécessaire, elle peut se faire dans le cadre d'un système de change flexible, permettant à la politique monétaire de se concentrer sur les objectifs internes, plutôt que de se voir imposer un objectif externe de stabilité des changes.

2.3. L

Les travaux de Minsky[8] montrent que les marchés financiers sont porteurs d'une instabilité économique endogène, qui se développe en particulier dans les périodes de stabilité, notamment à cause d'innovations financières mal maîtrisées. Dans ce cadre d'analyse, il faut donc que les banques soient au cœur du financement des économies. En tout état de cause, elles doivent assurer la prise de risque inhérente au financement de l'économie réelle, sans le transférer à des marchés qui sont par nature

incapables d'en évaluer le niveau de risque. Les marchés financiers, qui sont des marchés de promesses au fonctionnement irrationnel, doivent être fortement encadrés afin d'éviter des crises financières qui sont intrinsèques à leur fonctionnement. Espérer un équilibre spontané des marchés financiers est toujours une dangereuse illusion.

Ainsi, la stabilité financière doit relever de la régulation à long terme dans un cadre contraignant imposé par la loi, plutôt que de la politique monétaire conjoncturelle. La politique monétaire post-keynésienne doit pouvoir se concentrer sur des objectifs internes de court et moyen termes. Réguler la finance implique en particulier de maîtriser les innovations financières et la qualité des contreparties de la monnaie. Toute innovation devrait être soumise à une évaluation de son intérêt social et économique, comme cela se fait pour les biens réels – automobile, médicament, etc.

Si la régulation financière ne doit pas relever de la politique monétaire, qui a une vocation plus conjoncturelle, il faut toutefois que l'analyse du risque systémique du système bancaire et financier soit une prérogative de la banque centrale, dont l'action doit compléter une régulation stricte de la finance par l'État et des organismes adéquats : fiscalité freinant la spéculation, autorité des marchés financiers évaluant notamment l'utilité sociale des innovations financières…

3. Objectifs et instruments de la politique monétaire post-keynésienne

La politique monétaire ne peut avoir comme seul objectif l'inflation, car non seulement l'inflation n'est pas un simple phénomène monétaire, mais la monnaie n'est pas neutre et joue un rôle dans la croissance économique. Les instruments de la politique monétaire ne doivent pas se réduire au seul niveau des taux d'intérêt.

3.1. O

Pour les post-keynésiens, la politique économique est un tout cherchant à atteindre les objectifs du carré magique de Kaldor[9] – plein-emploi, stabilité des prix, croissance économique soutenable et équilibre extérieur. Or il faut, selon la règle d'or énoncée par Jan Tinbergen, autant d'instruments – politiques budgétaire, monétaire, de répartition, de change – que d'objectifs. Dans ce *policy mix* qui traduit le choix discrétionnaire du gouvernement, la politique monétaire joue plutôt un rôle secondaire, mais nécessaire au bon fonctionnement des autres politiques économiques. Elle est rarement le déclencheur, mais plutôt le « facilitateur » de l'action publique.

La politique monétaire ne doit donc pas être pensée comme une politique autonome, parce qu'elle n'a de sens que coordonnée aux autres politiques économiques. Certes facile à mettre en œuvre, elle est généralement moins efficace que la politique budgétaire ou la politique de répartition.

Pour les « pays dominant monétairement », c'est-à-dire ayant une monnaie reconnue au niveau international, la politique monétaire aide à atteindre des objectifs internes à l'économie, principalement le plein-emploi et la stabilité des prix. Le taux de change reste flexible et l'équilibre extérieur est recherché sans manipulation de ce taux.

En revanche, pour les « pays dominés monétairement », la politique monétaire est souvent au service de l'équilibre extérieur, donc d'un objectif externe.

3.2. L

Selon la théorie de la monnaie endogène, et contrairement au modèle de la synthèse keynésienne IS-LM, ce n'est pas la quantité de monnaie qui est l'outil principal de la politique monétaire post-keynésienne, mais la fixation, par la banque centrale, des taux d'intérêt directeurs.

Toutefois, la politique monétaire post-keynésienne affirme que ce ne sont pas tant les niveaux de taux d'intérêt qui sont déterminants que la variation attendue de ces taux. Même si des taux faibles sont préférables, leur stabilité est souvent plus importante. Sur cet aspect, les post-keynésiens rejoignent les nouveaux keynésiens[10]. Si les taux sont bas, mais que les entrepreneurs anticipent la prolongation de la baisse, ceux-ci attendront pour investir. La création de monnaie et la production ne seront donc pas stimulées. En revanche, s'ils anticipent une remontée des taux d'intérêt et qu'ils ont des projets d'investissement rentables, ils s'endetteront avant la hausse attendue afin de financer leur réalisation, ce qui aura un impact positif sur l'activité économique. La politique monétaire ne doit toutefois pas être trop active et volatile, au risque de perturber les anticipations des entrepreneurs et d'accroître l'incertitude. Le

taux d'intérêt – à court comme à long terme – a une valeur avant tout conventionnelle, et il est préférable que cette convention soit stable à un niveau relativement bas.

L'investissement et la croissance économique sont plus sensibles aux taux d'intérêt à long terme qu'à ceux à court terme. La banque centrale se doit donc de gérer les taux de différentes maturités – composant ce que l'on nomme la courbe des taux – et pas uniquement les taux directeurs à court terme. Ainsi, elle doit réguler les anticipations d'inflation et le niveau du financement à long terme – notamment la part concernant le financement public –, afin d'obtenir une courbe des taux croissante, mais avec une progressivité faible.

Les post-keynésiens se démarquent ainsi de la modélisation IS-LM des keynésiens de la synthèse, qui attachent une grande importance au taux d'intérêt – qui est pour eux une des deux variables essentielles du système économique, avec la production –, qu'ils n'hésitent pas à faire varier de manière importante.

La sélectivité du financement et la gestion de l'endettement public doivent également être des instruments essentiels de la politique monétaire. Les post-keynésiens développent une théorie *qualitative* de la monnaie, c'est-à-dire que la qualité des contreparties de la monnaie est l'élément déterminant de la bonne santé et d'un développement harmonieux des économies. La monnaie doit être au service de la production de valeurs réelles et non pas servir à des achats d'actifs financiers qui engendrent un excès de demande sur les marchés financiers et favorisent la création de bulles spéculatives, renforcées par des anticipations autoréalisatrices.

La politique monétaire post-keynésienne doit donc orienter la monnaie vers l'investissement productif, l'innovation et la recherche, la recherche de compétitivité et la soutenabilité de la croissance. Cela peut passer par la sélectivité du crédit, grâce à des taux d'intérêt privilégiés que propose la banque centrale – c'est-à-dire plus bas que la moyenne des taux pratiqués. La BCE l'a timidement pratiquée en mars 2016 en proposant des taux de refinancement[11] négatifs (– 0,4 %) pour les crédits aux entreprises. Cela peut également se faire par des minima de titres de créances privilégiés que les banques doivent détenir en portefeuille dans leur bilan, notamment des titres publics ayant servi au financement de l'innovation et de l'investissement en général. C'est la qualité de la monnaie et de ses contreparties qui prime, et non sa quantité.

4. Discrétion et règles monétaires post-keynésiennes

Si la discrétion des keynésiens de la synthèse a souvent été opposée à la règle des monétaristes, les nouveaux classiques ont privilégié la recherche de crédibilité quand les nouveaux keynésiens insistaient sur la discrétion contrainte pour obtenir la confiance des agents économiques. Les post-keynésiens, quant à eux, adoptent le principe d'une contrainte discrétionnaire.

4.1. R

La théorie de l'inflation a évolué depuis les années 1960. De l'inflation par les coûts et par l'excès de demande, pour les keynésiens, à l'inflation par excès de monnaie, pour les monétaristes, nous passons à l'inflation par les erreurs d'anticipations sous l'impulsion des nouveaux classiques et des nouveaux keynésiens.

Pour les post-keynésiens, l'inflation a trois causes principales[12]. Premièrement, une inflation par les coûts se développe lorsque les salaires nominaux croissent plus vite que la productivité globale des facteurs de production, ou lorsqu'il y a une hausse du coût des matières premières (*cost push*) ; d'où l'importance pour Keynes d'assurer la stabilité de l'unité de salaire nominale. Deuxièmement, l'inflation est souvent la conséquence de conflits de répartition au sein de la société. Comme les entrepreneurs fixent les prix après la détermination des salaires nominaux, l'inflation est souvent la réponse à un rapport de force avec les salariés qui leur est défavorable. En revanche, l'inflation peut traduire un rapport de force concurrentiel favorable vis-à-vis de la concurrence (monopole ou oligopole). Troisièmement, à partir de l'hypothèse formulée par Keynes selon laquelle les anticipations sont très largement autoréalisatrices, l'inflation peut provenir des anticipations d'inflation, comme chez les nouveaux keynésiens.

De ces différentes approches de l'inflation découlent tout naturellement des orientations de politique monétaire distinctes. La politique monétaire keynésienne est définie comme *discrétionnaire*, c'est-à-dire au service d'objectifs de court terme. Suivant les conclusions de la courbe de Phillips, elle procède à un arbitrage politique entre lutte contre le chômage et lutte contre l'inflation.

En considérant l'inflation seulement comme un phénomène monétaire, les monétaristes imposent une règle de long terme à la croissance de la masse monétaire afin de ne pas perturber l'équilibre économique réel de long terme. En expliquant l'inflation par les erreurs d'anticipations, les nouveaux classiques insistent sur la crédibilité nécessaire de la politique monétaire, qui passe par une banque centrale indépendante du pouvoir politique et respectant une règle compatible avec l'équilibre potentiel de long terme de l'économie, que tous les agents connaissent selon l'hypothèse des anticipations rationnelles.

Si les nouveaux keynésiens admettent ce cadre de la crédibilité des nouveaux classiques, ils préfèrent insister sur la confiance[13] que doit dégager la banque centrale, confiance qui passe par la reconnaissance des souhaits des agents économiques, ce qui nécessite une certaine flexibilité de la politique monétaire à court terme, et pas seulement le respect d'une règle intangible de long terme. Ils parlent de *discrétion contrainte*, discrétion dans le cadre de la flexibilité de court terme nécessaire à l'obtention de la confiance, mais contrainte de long terme par le respect de l'équilibre potentiel.

Les post-keynésiens se placent dans le cadre d'une *contrainte discrétionnaire* car, s'ils renouent totalement avec le court terme et la politique monétaire conjoncturelle, nous avons vu qu'ils étaient réticents devant une volatilité forte des taux d'intérêt. Il y a donc une relative contrainte de stabilité à court

terme, pouvant aller jusqu'à accepter l'idée de règle, mais qui reste discrétionnaire étant donnée la nature purement conventionnelle des taux d'intérêt. Ainsi, si les post-keynésiens semblent bien du côté de l'action discrétionnaire, ils ont parfois proposé des règles de politique monétaire pour réduire la volatilité des taux d'intérêt et des anticipations des entrepreneurs.

4.2. L

À la différence de la règle de Taylor[14] des nouveaux keynésiens, il n'existe pas chez les post-keynésiens de consensus sur une règle de politique monétaire à adopter. Ils ne tranchent pas entre les deux grandes familles que sont les règles actives et les règles passives, et n'ont pas une doctrine stricte concernant la variable à stabiliser et le niveau optimal réel ou nominal du taux d'intérêt.

Les règles actives sont discrétionnaires tandis que les règles passives sont fixes. Certains post-keynésiens (Barbera et Weise, 2010 ; Le Héron, 2011) se prononcent en faveur de règles actives qui ne sont pas très éloignées de la règle de Taylor des nouveaux keynésiens. Les différences portent sur l'abandon de toute référence à la production potentielle – donc au NAIRU[15] –, à laquelle on substitue la production de plein-emploi (Y^{pe}). La cible d'inflation (π^t), qui relève du choix de la politique économique du gouvernement, se situe souvent autour de 3 ou 4 %, plutôt que de la convention actuelle de 2 %. Le taux d'intérêt réel d'équilibre ou neutre (r^r) auquel on ajoutait l'inflation est aussi abandonné pour un taux nominal conventionnel de long terme (r^c) que Keynes situait à 2 %. Le coefficient sur l'écart de production (β) est plus élevé que celui (α) sur l'écart entre l'inflation anticipée (π^a) et la cible d'inflation afin d'éviter toute crispation déflationniste. Enfin, les coefficients α et β ne sont pas fixes, mais endogènes aux écarts d'inflation et de production, traduisant la flexibilité à court terme de la règle. Une inflation exogène par les coûts ou *cost push* (ε_t), liée au prix des matières premières ou au taux de change, peut être ajoutée. Ainsi, la règle de Taylor post-keynésienne qui détermine le taux nominal directeur de la banque centrale (r^n) peut s'écrire :

$$r^n = r^c + \alpha\,(\pi^a - \pi^t) + \beta\,(Y - Y^{pe}) + \varepsilon_t$$

Parmi ces règles actives, Robert Barbera et Charles Weise (2010) recommandent une règle de Taylor augmentée de la stabilité financière à la Minsky. Toutefois, l'indicateur de stabilité financière à retenir n'est pas évident. On retient souvent l'écart entre le levier d'endettement[16] et un levier conventionnel correspondant à un endettement jugé normal.

D'autres auteurs post-keynésiens (Smithin, 2007 ; Wray, 2007) privilégient l'adoption de règles passives, qu'ils qualifient de *parking it*, visant à stabiliser le taux d'intérêt et les anticipations afin de réduire la demande de monnaie spéculative. Deux principes post-keynésiens guident ces règles *parking it* : la politique monétaire n'étant pas adaptée au guidage fin du cycle économique et s'avérant moins efficace que la politique budgétaire pour le stabiliser, une règle facilite la coordination et stabilise les anticipations ; l'inflation étant un phénomène lié aux gains de productivité et à la répartition des revenus, la politique monétaire a donc des effets redistributifs.

Trois grands types de règle *parking it* émergent. Les deux premiers concernent le taux d'intérêt réel : règle basée sur un « taux juste » dans l'esprit de Pasinetti, règle de Smithin pour un taux réel bas. Le troisième type de règle, dit de Kansas City, concerne le taux nominal.

La règle de Pasinetti, ou « règle juste », tient compte de la question du pouvoir d'achat des salaires et de la répartition des revenus. En fixant le taux d'intérêt réel au niveau du taux de croissance de la productivité du travail, elle entend maintenir constante la distribution des revenus entre les groupes qui

tirent leurs revenus du travail et ceux qui tirent leurs revenus du capital, sans tenir compte de l'activité de prêteur ou d'emprunteur. Tout le monde profite des gains de productivité et la part des rentiers dans le revenu national demeure constante. La règle de Pasinetti fait alors réagir la politique monétaire à l'inflation et à la productivité du travail.

Avec la règle de Smithin ou d'Atesoglu (2007), l'objectif est un taux d'intérêt réel bas. Or ce taux réel est la différence entre le taux nominal à long terme et le taux d'inflation anticipée. Ainsi, la politique monétaire ne répond qu'à l'inflation anticipée. Si la croissance doit être au rendez-vous, l'impact en termes redistributifs n'est pas neutre et est donc différent de celui provoqué par la règle de Pasinetti. En étant favorable aux emprunteurs, John Smithin suit la tradition keynésienne qui voit chez les entrepreneurs et les travailleurs, et non chez les rentiers, la source des gains de productivité.

Le troisième type de règle, promu par l'école de Kansas City (Wray, 2007), vise à ce que le taux d'intérêt nominal de court terme de l'économie tende vers 0 %. L'accent mis sur le taux d'intérêt nominal est justifié par le fait que la banque centrale ne maîtrise pas nécessairement les anticipations des agents en matière d'inflation. La règle de Kansas City est la moins active puisqu'elle ne réagit pas aux fluctuations du cycle économique. Un taux d'intérêt nul induit une redistribution défavorable au capital et favorise la fameuse « euthanasie des rentiers » chère à Keynes.

Le niveau optimal du taux d'intérêt nominal peut néanmoins varier. Un taux nominal de 0 % facilite le financement du crédit des ménages et l'investissement des firmes, tout en réduisant la charge de la dette publique, ce qui stimule les dépenses publiques et renforce l'efficacité du multiplicateur keynésien. Ce taux ne doit concerner que le financement de l'économie réelle et non celui de l'économie spéculative. Enfin, la dynamique du taux de change peut justifier un taux positif, même si des changes flottants peuvent résoudre en partie cette contrainte. Toutefois, de nombreux auteurs post-keynésiens pensent que des taux très faibles sont une source d'instabilité financière « à la Minsky » et préfèrent adopter la règle de Keynes fixant le taux réel conventionnel à 2 %.

5. Les politiques monétaires non conventionnelles depuis 2008

Face à une crise financière de l'ampleur de celle de 2007-2008, la politique monétaire conventionnelle est devenue inopérante. Les banques centrales ont dû rapidement baisser leurs taux directeurs, comme le préconise le cadre conventionnel de la politique monétaire. Mais, une fois les taux d'intérêt à 0 %, elles ont perdu leur instrument principal, suivant involontairement les préconisations de Randall Wray (2007). Les politiques dites non conventionnelles sont alors des voies nouvelles pour continuer à faire de la politique monétaire lorsque le canal du taux d'intérêt n'est plus disponible.

Quant à la théorie dite de la séparation entre la politique monétaire (stabilité des prix et plein-emploi) et la politique financière (stabilité du système bancaire et financier), énoncée par le journaliste britannique Walter Bagehot (1873), qui structurait la stratégie des banques centrales en cas de crise financière, elle a volé en éclats. Non seulement le risque important de déflation (baisse conjuguée des prix et de la production) a obligé les banques centrales à s'intéresser fortement à la production, mais l'instabilité financière et le spectre d'une grave crise du système bancaire et des dettes souveraines les ont également poussées à stabiliser le prix des actifs financiers.

Ces politiques innovantes, élaborées dans l'urgence au fur et à mesure des développements de la crise, constituent un tournant radical : censées être de courte durée, elles restent plus que jamais à l'ordre du jour dix ans après le début de la crise. Cinq politiques monétaires non conventionnelles ont ainsi été mises en œuvre à partir de septembre 2008, les trois premières l'ayant été conjointement, avec pour objectif que les banques puissent jouer à nouveau leur rôle de financement de l'économie.

Que disent les post-keynésiens de ces politiques monétaires non conventionnelles ?

5.1. L'

Pour remédier à la crise de liquidité consécutive à la faillite de Lehman Brothers et au refus des banques de se faire confiance et de se prêter leurs excédents de monnaie de banque centrale, les banques centrales ont dû jouer pleinement leur rôle de *prêteur en dernier ressort* en créant des quantités considérables de ce type de monnaie. Si jouer directement sur la quantité de monnaie plutôt que sur le prix était une habitude chez les keynésiens, ce sont les montants créés en un temps record qui font l'originalité de cette politique d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*). En quelques mois, les grandes banques centrales ont doublé ou triplé la taille de leur bilan en créant de la monnaie de banque centrale (à leur passif) contre des titres en garantie et des créances sur les banques (à leur actif). Le bilan de la banque centrale des États-Unis, la Réserve fédérale, est passé de 900 milliards de dollars environ en septembre 2008 à 3 000 milliards début 2009. La Réserve fédérale comme la BCE mettront en œuvre trois politiques d'assouplissement quantitatif.

Cette monnaie de banque centrale créée ne peut pas être directement utilisée dans l'économie ; elle est en fait principalement détenue par les banques commerciales sur leur compte à la banque centrale et constitue une garantie qui « améliore » leur bilan et leur assure de pouvoir faire face à d'éventuelles pertes. On estime ces facilités de dépôt, c'est-à-dire les excédents de monnaie de banque centrale des banques à la BCE, à plus de 800 milliards d'euros en 2012 alors qu'elles étaient quasiment inexistantes en 2008.

Contrairement à la théorie du multiplicateur monétaire des monétaristes, la création massive de monnaie de banque centrale n'a pas réellement augmenté la masse monétaire en circulation, puisque seules les banques commerciales créent de la monnaie au sens de l'agrégat M3. La crise, donc la faiblesse de la demande effective, conjuguée à la peur des banquiers de prendre de nouveaux risques font que les banques en créent très peu. On ne peut donc pas dire que les banques centrales aient été laxistes en matière de création monétaire, ou qu'elles aient utilisé l'« hélicoptère monétaire » popularisé par Milton Friedman – image ironique expliquant comment la monnaie entrait dans l'économie en étant jetée pendant la nuit d'un tel engin. La monnaie de banque centrale sert seulement à assurer les paiements entre banques et à sécuriser leur actif.

En interdisant à la BCE de financer directement les déficits publics, les traités européens l'ont privée d'un « hélicoptère », c'est-à-dire d'un moyen d'augmenter facilement la masse monétaire *via* l'investissement public, ce que demandent les post-keynésiens.

5.2. L

En plus de la politique d'assouplissement quantitatif, qui modifie le montant du bilan des banques commerciales à l'actif et au passif, les banques centrales peuvent également jouer sur la structure de leur propre actif : on parle alors de politique d'assouplissement qualitatif (*qualitative easing*). À la suite de la crise des *subprimes*, l'idée était de sortir les actifs « toxiques » ou « douteux » du bilan des banques commerciales, pour réduire leur risque d'insolvabilité et afin qu'elles reprennent confiance.

Pour diminuer l'exposition des banques commerciales au risque et améliorer leur bilan, les banques centrales ont donc accepté en garantie pour leur refinancement des actifs dont le marché ne voulait plus – contrairement à l'approche de Bagehot. Les banques centrales ont ainsi joué un rôle inhabituel d'*acheteur* ou de *contrepartiste en dernier ressort* en acceptant de prendre en pension ou d'acheter les titres dont plus personne ne voulait. La Réserve fédérale a échangé directement des bons actifs (des titres de dette souveraine des États-Unis) contre des actifs de très mauvaise qualité. La volonté de jouer sur la qualité des contreparties de la monnaie correspond bien à la théorie qualitative de la monnaie des post-keynésiens, même si ces derniers sont pour une stratégie qualitative *ex ante* plutôt qu'un traitement *ex post*.

Les politiques d'assouplissements quantitatif et qualitatif ont été menées simultanément pour améliorer le bilan des banques afin de leur redonner confiance pour qu'elles puissent à nouveau financer l'économie en accordant des crédits (*credit easing*).

5.3. L

L'objectif prioritaire étant d'assurer une liquidité bancaire importante afin de redonner confiance aux banques, il devenait inutile de contraindre ces dernières à revenir se refinancer très régulièrement, à un rythme journalier ou hebdomadaire, comme le font habituellement les banques centrales. Ainsi, ces dernières ont considérablement allongé la durée d'octroi de la monnaie de banque centrale, qui est passée d'une semaine en moyenne à plus d'un an – allant même jusqu'à quatre ans pour la BCE –, au travers des *long term refinancing operation* (LTRO) ou des *very long term refinancing operation* (VLTRO) à horizon de quatre ans !

Il s'agit là d'une petite révolution pour les banques, qui sont désormais assurées d'avoir une liquidité bancaire abondante sur une période très longue. Mais cela affaiblit du même coup la politique monétaire, dans la mesure où les banques deviennent beaucoup moins sensibles à un changement ultérieur de taux d'intérêt directeur. Les post-keynésiens n'étant pas favorables à une utilisation conjoncturelle du refinancement, cette politique très accommodante est acceptée, bien que cet allongement doive être réservé uniquement au financement de l'économie productive, seules contreparties acceptables afin d'éviter que la création monétaire n'alimente la spéculation.

5.4. L'

Les politiques monétaires non conventionnelles commencent lorsque les taux d'intérêt directeurs de la banque centrale sont descendus à environ 0 % (*zero interest rate policy*, ZIRP), appliquant pour plusieurs années la règle post-keynésienne de Kansas City. Mais, en situation de crise, si l'on calcule les taux d'intérêt directeurs optimaux par une règle de Taylor, on obtient des taux négatifs pouvant dépasser les 3 %. Longtemps, cette frontière du 0 % apparaissait comme une frontière infranchissable, de peur qu'une trappe à liquidité ne se déclenche avec l'accumulation de dépôts monétaires, par exemple en billets de banque. Petit à petit, l'idée de passer en territoire négatif pour les taux directeurs de la banque centrale a germé, et cette nouvelle politique non conventionnelle s'est finalement imposée. Nous pourrions même dire que la politique de taux d'intérêt négatifs est la nouvelle mode des banques centrales, expérimentée en particulier en Suède, au Danemark et en Suisse. La BCE l'utilise aujourd'hui d'une manière originale.

Normalement, le taux d'intérêt sur le marché interbancaire de la monnaie de banque centrale à vingt-quatre heures de la zone euro, l'*Euro OverNight Index Average* (Eonia), converge vers le *taux minimum*, payé par les banques, celui des appels d'offres sur les opérations principales de refinancement[17] (*main refinancing operation*, MRO). Quant au *taux plancher*, celui de la rémunération des facilités de dépôt des banques, il n'a d'ordinaire pas une grande importance, hormis pour rémunérer les réserves obligatoires, puisque les banques préfèrent prêter leur excédent de monnaie de banque centrale au taux du marché interbancaire Eonia. Ces différents taux de court terme vont ensuite largement déterminer les taux d'intérêt de long terme, qui incluent une prime de risque, notamment liée aux anticipations d'inflation et des taux courts futurs.

Il en va tout autrement des politiques non conventionnelles. Avec la politique d'assouplissement quantitatif, la monnaie de banque centrale devient très abondante : les banques cherchent à placer celle-ci sur le marché interbancaire mais, comme ce dernier est saturé en liquidités, il offre peu de débouchés ; par conséquent, le taux du marché interbancaire Eonia s'éloigne du taux des appels d'offres pour converger vers le taux des facilités de dépôt (taux plancher). Dès juin 2014, le taux des facilités de dépôt est passé en territoire négatif, à – 0,1 %, pour atteindre – 0,4 % en mars 2016. Dès lors, avec l'abondance de liquidités bancaires, le taux du marché interbancaire est devenu négatif dès avril 2015 et s'est situé à environ – 0,35 % en 2017, tirant vers le bas et en territoire également négatif la rémunération des bons du Trésor français ou allemands. Il est certain que ces titres, émis à taux négatifs, risquent d'alimenter une grave crise obligataire lorsque les taux d'intérêt remonteront.

De plus, avec les refinancements à long terme ciblés sur les crédits aux entreprises décidés en mars 2016 (*targeted long term refinancing operation*, TLTRO), la BCE a entamé une politique de refinancement à taux négatifs puisque les banques qui augmenteront leurs encours de crédits aux

entreprises pourront bénéficier d'un taux de refinancement pouvant descendre jusqu'à – 0,4 %, c'est-à-dire jusqu'au taux des facilités de dépôt. Pour obtenir un refinancement à taux négatifs, les banques devront augmenter d'au moins 2,5 % leurs encours de crédits aux entreprises par rapport à la situation du 31 janvier 2016. Ainsi, la BCE subventionne les crédits des banques aux entreprises pour que la monnaie de banque centrale créée serve à l'économie réelle. Nous retrouvons la politique qualitative de la monnaie prônée par les post-keynésiens, avec de plus des taux négatifs, donc une subvention, ce que même la règle ultra-accommodante de Kansas City n'avait jamais envisagé.

5.5. L

Enfin, les banques centrales essaient de modifier la courbe des taux d'intérêt selon leurs échéances puisque les taux d'intérêt importants pour l'investissement et la relance de l'économie sont les taux à long terme. Une fois les taux courts à 0 %, la politique monétaire cherche à abaisser les taux d'intérêt à long terme, qui restent en général positifs. Pour ce faire, les banques centrales mènent une politique de communication, dite de guidage prospectif. En annonçant que ce niveau exceptionnellement bas des taux directeurs sera maintenu durant une longue période, les banques centrales tentent d'agir sur les anticipations afin de réduire la prime de risque exigée sur les taux longs, puisque ceux-ci sont proches de la somme des taux courts successifs anticipés. Cette démarche permet d'abaisser les taux longs au moment où les taux courts ont atteint une limite à la baisse.

Cette politique peut également passer (politique de *twist* de la Réserve fédérale) par l'achat massif de titres publics à long terme (dix ans) contre la vente de titres publics à court terme (trois mois) afin de faire baisser les taux longs et monter les taux courts, pour ainsi rendre plus horizontale la courbe des taux.

Ces cinq politiques monétaires non conventionnelles ont eu pour but de relancer la production et l'inflation ainsi que de stopper la chute du prix des actifs financiers. S'appuyant sur des taux d'intérêt stables à 0 % et sur des banques centrales très accommodantes, et renouant avec les politiques sélectives du crédit, elles sont largement compatibles avec la politique monétaire post-keynésienne. Toutefois, mener sur le long terme ces politiques monétaires non conventionnelles dans l'environnement très financiarisé des économies actuelles est de nature à aggraver l'instabilité financière et à faciliter l'émergence de bulles spéculatives.

Conclusion

La politique monétaire post-keynésienne ne peut être conçue comme une solution discrétionnaire miracle à tous les problèmes économiques, notamment le chômage de masse. En cohérence avec les autres politiques économiques, elle doit se concentrer sur une politique qualitative de la monnaie, refusant le financement des activités purement spéculatives et une préférence exacerbée pour la liquidité, tout en favorisant le financement des paris des entrepreneurs et des politiques d'investissement de l'État. Elle doit en général se contenter de maintenir des taux bas et stables, et d'assurer à tous les agents économiques solvables un accès au crédit permettant le financement de l'économie réelle. Enfin, elle doit s'inscrire dans un cadre institutionnel qui permette de réguler la finance par une stricte réglementation et une maîtrise des innovations financières.

Références bibliographiques

Atesoglu, H. S. (2007), « The Neutral Rate of Interest and a New Monetary Policy Rule », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 29, nº 4, p. 689-697.

Bagehot, W. (1873), *Lombard Street : A Description of the Money Market*, Londres, Henry S. King.

Barbera, R., et Weise, C. (2010), « It's the Right Time to Embrace the Minsky Model », dans D. B. Papadimitriou et L. R. Wray (dir.), *The Elgar Companion to Hyman Minsky*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 134-152.

Carré, E., et Le Héron, E. (2006), « The Monetary Policy of the ECB and the Fed : Credibility versus Confidence, a Comparative Approach », dans P. Arestis, J. Ferreiro et F. Serrano (dir.), *Financial Developments in National and International Markets*, Londres, Palgrave Macmillan, p. 77-102.

Friedman, M. (1968), « The Role of Monetary Policy », *American Economic Review*, vol. 58, p. 8-17.

Keynes, J.-M. (1937), « La théorie *ex ante* du taux d'intérêt », trad. fr. J.-F. Goux, *Revue française d'économie*, vol. 4, nº 3, p. 190-199.

Le Héron, E. (2011), « Confidence and Financial Crisis in a Post-Keynesian Stock-Flow Consistent Model », *European Journal of Economics and Economic Policies : Intervention*, vol. 8, nº 2, p. 361-388.

Le Héron, E. (2016), *À quoi sert la Banque centrale européenne ?*, 2e éd., Paris, La Documentation française.

Le Héron, E., et Moutot, P. (2008), *Les banques centrales doivent-elles être indépendantes ?*, Bordeaux, Prométhée.

Minsky, H. P. (1975), *John Maynard Keynes*, New York (N. Y.), Columbia University Press.

Smithin, J. (2007), « A Real Interest Rate Rule for Monetary Policy ? », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 30, nº 1, p. 101-118.

Taylor, J. B. (1993), « Discretion versus Policy Rule in Practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 39, nº 1, p. 195-214.

Wray, L. R. (2007), « A Post Keynesian View of Central Bank Independence, Policy Targets, and the Rules versus Discretion Debate », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 30, nº 1, p. 119-141.

---

1. Pour une étude détaillée de ces quatre courants, cf. Le Héron (2016), p. 127-137.

2. Voir chapitres 4 et 5.

3. Voir chapitres 8 et 9.

4. Voir chapitre 17.

5. Le modèle IS-LM a été développé par John Hicks en 1937 à partir de sa lecture de la *Théorie générale* de Keynes. Ce modèle, désigné comme étant le fruit d'« une synthèse » avec les néoclassiques, est rejeté par les post-keynésiens. « IS » correspond à l'équilibre des biens et services à travers deux équations : investissement et épargne. « LM » correspond à l'équilibre du marché de la monnaie avec une offre de monnaie exogène et une demande de monnaie endogène (motif de transaction, de précaution et de spéculation). L'équilibre économique du PIB et du taux d'intérêt (Y^*, r^*) se trouve à l'intersection de *IS* et de *LM*. Les keynésiens de la synthèse donnent une très grande importance au taux d'intérêt et croient à l'efficacité de la politique monétaire.

6. M3 est l'agrégat monétaire le plus large. Il comprend la monnaie de paiement (billets, pièces et comptes courants, soit M1), plus

essentiellement les comptes sur livret et de dépôt à moins de deux ans ainsi que les titres du marché monétaire à court terme.

7. Pour une analyse critique de l'indépendance des banques centrales, cf. Le Héron et Moutot (2008).

8. Voir chapitre 5.

9. Voir chapitre 4.

10. Les nouveaux keynésiens ont intégré au modèle d'équilibre général avec anticipations rationnelles des nouveaux classiques des hypothèses considérées comme keynésiennes, telles les asymétries d'informations, une rigidité à court terme des prix ou une concurrence imparfaite, aboutissant à des conclusions également considérées comme keynésiennes, telle la présence d'un chômage involontaire, et la nécessaire intervention de l'État.

11. Le taux de refinancement est le taux que paient les banques pour obtenir de la monnaie de banque centrale contre, par exemple, une créance représentative d'un crédit. Un taux négatif correspond à une subvention de ce crédit par la banque centrale.

12. Voir chapitre 10.

13. Sur l'opposition entre crédibilité (nouveaux classiques) et confiance (nouveaux keynésiens), cf. Carré et Le Héron (2006).

14. En cherchant à modéliser la politique monétaire d'Alan Greenspan, qui fut, de 1987 à 2006, président de la Réserve fédérale – la banque centrale des États-Unis –, John Taylor (1993) présente sa célèbre règle s'appuyant sur l'écart d'inflation et l'écart de production, et montre ainsi que le mandat dual confié à la Réserve fédérale (viser le plein-emploi et assurer la stabilité des prix) était bien respecté. La règle initiale s'écrivait : $r = r^r + \pi + \alpha\ (\pi - \pi^t) + \beta\ (Y - Y^*)$, avec r le taux d'intérêt nominal directeur de la banque centrale, r^r le taux d'intérêt réel neutre égal au taux de croissance tendanciel de l'économie sur la période de référence (2 % dans le cas des États-Unis), π l'inflation, π^t la cible d'inflation, Y et Y^* les PIB constaté et potentiel. Les coefficients α et β étaient fixés initialement à 0,5.

15. Le *non-accelerating inflation rate of unemployment* correspond au taux de chômage naturel qui est donc compatible avec un taux d'inflation stable. La croissance potentielle respecte le NAIRU.

16. Le levier d'endettement peut être mesuré par le ratio *dette des entreprises / PIB*.

17. La BCE procède toutes les semaines à des appels d'offres auprès des banques pour les refinancer en leur fournissant de la monnaie de banque centrale. L'échéance la plus fréquente est de huit jours et dépasse rarement trois mois en situation normale. Ces appels d'offres peuvent être à taux fixe (adjudication en volume) ou à taux variable (adjudication de taux d'intérêt). Dans les deux cas, le taux de ces appels d'offres est le taux de refinancement auprès de la BCE le plus bas.

CHAPITRE 21

Réformer l'architecture monétaire et financière internationale

Claude Gnos, Jean-François Ponsot et Sergio Rossi

L'instabilité financière internationale est devenue une problématique centrale aussi bien pour les analystes que pour les économistes. Volatilité des taux de change et des flux de capitaux, déséquilibres des balances des paiements et crises financières sont autant de facteurs déstabilisants pour l'économie mondiale. La complexité des pratiques et des techniques en vigueur n'arrange rien, et la compréhension – voire la résolution – des problèmes générés par l'architecture monétaire et financière internationale est un défi aussi bien pour le théoricien que pour le politique. Or, si l'approche économique standard n'ignore pas les dysfonctionnements du régime monétaire et financier international (Aglietta, Ould Ahmed et Ponsot, 2016), son analyse reste prisonnière d'une théorie monétaire inadaptée et ne peut que déboucher sur des propositions de réformes bien timides au regard de l'ampleur des problèmes.

Le point de départ de l'analyse des héritiers de Keynes repose sur le constat de la récurrence des crises financières et de la persistance de la volatilité des taux de change (Arestis, Basu et Mallick, 2005 ; Davidson, 2004). La proposition post-keynésienne consiste alors à concevoir une nouvelle architecture monétaire internationale inspirée du projet de réforme dessiné par Keynes à la fin de la Seconde Guerre mondiale pour mettre fin au chaos économique (Herr, 2011 ; Arestis, Basu et Mallick, 2005 ; Davidson, 2004 ; Gnos et Rochon, 2004).

L'architecture monétaire et financière internationale actuelle est un facteur essentiel de l'instabilité économique : l'absence d'architecture cohérente génère une volatilité des taux de change et des mouvements de capitaux ; la suprématie d'une monnaie nationale – le dollar américain – comme pivot du système monétaire international actuel confère à son pays émetteur – les États-Unis – un « privilège exorbitant » (Eichengreen, 2011) lui permettant d'importer des produits et des actifs financiers sans rien donner en échange au reste du monde.

Cependant, l'analyse post-keynésienne de l'architecture monétaire et financière internationale ne se limite pas à faire un état des lieux et à proposer une alternative institutionnelle. Elle s'appuie avant tout sur une analyse approfondie de la monnaie appliquée à l'économie internationale. L'instabilité et les déséquilibres du système ne tiennent pas d'abord aux comportements des agents économiques, mais à une architecture incohérente et non conforme aux principes monétaires fondamentaux. Cette réforme monétaire structurelle de l'architecture internationale avait déjà été proposée dans les années 1940 par Keynes, mais n'a pas été retenue lors de la conférence de Bretton Woods. Les solutions avancées par les post-keynésiens contemporains reprennent ce projet de réforme, mais ils proposent des options plus sophistiquées et plus adaptées au monde d'aujourd'hui. Pour cela, ils consolident l'analyse en s'appuyant sur les avancées des travaux sur la monnaie endogène[1] et en prenant en considération le jeu des acteurs financiers apparus avec la libéralisation économique et la globalisation financière.

Avant de proposer un schéma de réforme, il convient de poser un diagnostic sur les effets négatifs qui découlent du système monétaire international contemporain (section 1). Cela nous amènera à revenir sur la portée théorique du plan Keynes, en particulier sur la nécessité de distinguer monnaie et crédit (section 2). Cette prise en considération des principes monétaires post-keynésiens met en lumière les effets pervers de l'usage d'une monnaie nationale dans les transactions internationales et fournit les clés théoriques et pratiques pour l'instauration d'une véritable monnaie supranationale (section 3).

1. L'insoutenabilité du régime monétaire international actuel : la thèse des « quatre I »

L'approche par les « quatre I » (Ponsot, 2016) permet de mettre en évidence les principales externalités négatives générées par le régime monétaire international actuel : l'instabilité, l'incertitude, l'insuffisance de la demande globale et l'iniquité.

1.1. I

Le premier « I » caractérise l'instabilité inhérente à l'architecture monétaire internationale. Cela ne porte pas seulement sur l'instabilité des taux de change mais concerne surtout l'instabilité financière inhérente aux dynamiques d'endettement international induites par le régime de l'étalon-dollar. Deux dynamiques d'instabilité financière sont à l'œuvre. L'une se rapporte à la forte volatilité des mouvements de capitaux entrant et sortant des économies émergentes et en développement, en fonction des stratégies monétaires des pays du centre – les pays les plus développés. En 2009, le ministre des Finances brésilien a relancé le débat sur les dommages collatéraux exercés par la « guerre des monnaies » sur son pays. La politique monétaire accommodante des États-Unis de type *quantitative easing*[2] a entraîné un « tsunami financier » de capitaux qui a dégradé la compétitivité-prix des exportations brésiliennes à travers l'appréciation du taux de change du réal. Avec le ralentissement de sa croissance économique et les incertitudes grandissantes, le Brésil a souffert d'importantes sorties de capitaux engendrées par le *flight to quality*. Comment peut-on développer une stratégie de développement de long terme dans un contexte de mouvements de capitaux si volatils ?

L'autre dynamique d'instabilité financière est plus structurelle encore. La montée des profonds déséquilibres financiers internationaux, entendez l'accumulation d'excédents courants importants pour les uns – en particulier l'Allemagne, la Chine et les pays exportateurs de pétrole – et de déficits courants élevés pour d'autres – par exemple, les États-Unis –, constitue le principal vecteur de cette instabilité financière internationale.

1.2. I

Le deuxième « I » se rapporte aux incertitudes générées[3] par la suprématie du dollar à l'échelle globale. Il s'agit de l'incertitude quant à l'offre de liquidités internationales, comme l'avait mis en lumière l'économiste belge Robert Triffin, dès les années 1960, à travers le dilemme qui porte son nom. Lorsque la monnaie d'un pays est utilisée comme monnaie internationale, le monde est otage de la position extérieure de ce pays. Soit le commerce extérieur du pays émetteur de la monnaie internationale est excédentaire par rapport au reste du monde, ce qui entraîne une pénurie de liquidités internationales qui compromet le développement des échanges internationaux. Soit il est déficitaire, ce qui permet d'alimenter le monde en moyens de paiement internationaux mais sape la confiance dans cet instrument monétaire au fur et à mesure que le déficit extérieur augmente. Aujourd'hui, le déficit extérieur américain rend possible d'éviter une pénurie de liquidités internationales, mais cela se fait au prix d'interrogations sur la soutenabilité à long terme de ce déséquilibre et sur l'évolution du taux de change du dollar. Il y a

donc incertitude quant à la valeur future du dollar. La dépréciation alors attendue de la monnaie internationale sur le marché des changes grève la confiance des détenteurs de portefeuilles en dollars.

1.3. I

Le troisième « I » renvoie à l'insuffisance de la demande globale. Le régime monétaire international actuel exerce, en effet, un biais déflationniste sur l'économie mondiale. Il génère une croissance économique sous-optimale dans la mesure où, comme nous l'avons vu, la charge de l'ajustement en cas de déséquilibres des balances des paiements n'est pas répartie équitablement entre pays excédentaires et pays déficitaires. À l'instar de ce qui se passe dans la zone euro, la charge de l'ajustement repose généralement sur le pays déficitaire, surtout s'il s'agit d'un petit pays. L'ajustement structurel impose dans ce cas des politiques d'austérité budgétaire et de relance de la compétitivité par la baisse des coûts salariaux unitaires, pénalisant la demande globale et réduisant le taux de croissance économique (Blecker, 2013). L'autre solution, visant à accumuler des réserves de change importantes en prévision de déséquilibres à venir, est aussi contre-productive. Elle pénalise la croissance économique, comme l'a montré de manière empirique Dani Rodrik (2006), ce qui n'a rien d'étonnant si l'on se place dans le cadre théorique post-keynésien (Blecker, 2013 ; Ponsot, 2015). Si plusieurs pays périphériques poursuivent simultanément cette stratégie d'accumulation de réserves, ils génèrent un « sophisme de composition » déflationniste (Carvalho, 2010), source de déséquilibres globaux : ils accumulent en effet un excédent du compte courant élevé et une demande additionnelle d'actifs liquides sûrs, ce qui exerce une contraction de la demande globale, à moins que le pays émetteur de la monnaie internationale accumule des déficits courants et fournisse des liquidités internationales en quantité suffisante. Ces ressources « stériles » pourraient être mobilisées pour stimuler la demande interne (investissement) ou externe (importations de biens / services issus des pays déficitaires) (Cruz et Kriesler, 2010).

1.4. I

Enfin, le dernier « I » décrit l'iniquité[4] du régime monétaire international actuel. L'architecture y est asymétrique car elle ne répartit pas de manière équilibrée la charge de l'ajustement en cas de déséquilibres récurrents : le pays émetteur de la monnaie internationale n'a pas à s'en préoccuper aussi attentivement que les pays périphériques. Il déleste sur ces derniers la charge de l'ajustement, en particulier s'ils sont déficitaires. Cette situation privilégiée le place en position de *business-cycle maker* et de générateur de chocs globaux – sur l'activité, les prix des matières premières, les taux de change, et ainsi de suite. À l'inverse, les économies périphériques doivent assumer la charge de l'ajustement asymétrique, leur position de *business-cycle taker* les rendant vulnérables aux chocs exogènes qu'elles doivent absorber. Dans ce contexte, ces pays sont incités à accumuler des réserves en devises, par précaution, et à activer des politiques néomercantilistes de croissance tirée par les exportations (*export-led growth*) contraignantes (Stockhammer et Onaran, 2013 ; Palley, 2014).

Par ailleurs, il existe une profonde iniquité en ce qui concerne l'autonomie de la politique économique. D'un côté, les États-Unis peuvent mener des politiques monétaires contracycliques autonomes sans se préoccuper de leurs conséquences sur le reste du monde, d'après le principe américain suivant : « Le dollar, c'est notre monnaie et votre problème. » Quant à la contrainte de politique

budgétaire, elle est limitée car les bons du Trésor américain constituent l'instrument de liquidité ultime du régime monétaire international, compte tenu du statut international du dollar : il existera donc toujours une forte demande de *T-bonds*. De l'autre côté, les économies périphériques ne disposent pas de véritables marges de manœuvre : leurs politiques monétaires et de change doivent s'ajuster aux décisions de la Réserve fédérale américaine, qui donne le ton de celles-ci ; ainsi, leurs politiques budgétaires doivent être « soutenables » aux yeux des marchés financiers.

Ce système est inéquitable dans le sens où il structure des effets d'asymétrie importants dans les relations monétaires internationales. Fondée sur une monnaie nationale – le dollar américain –, l'architecture actuelle attribue en effet un « privilège exorbitant » à son pays d'émission car elle lui permet d'importer des produits et des actifs financiers sans rien donner en échange au reste du monde. La littérature académique standard ne mésestime pas le fait que les États-Unis bénéficient d'un tel « privilège exorbitant » (Eichengreen, 2011). Selon cette approche, les États-Unis peuvent s'endetter fortement, voire de manière quasi illimitée, dans leur propre monnaie. Quasi illimitée seulement car cela ne peut fonctionner que si le dollar inspire confiance et demeure la monnaie universelle en restant acceptée par les autres. Aussi, les dollars émis pour le reste du monde sont une reconnaissance de dette universellement acceptée… pour l'instant. À l'inverse, les pays périphériques, en particulier les pays émergents et ceux en développement, ne peuvent s'endetter dans leur propre monnaie. C'est le syndrome du péché originel (*original sin*), mis en évidence par Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann et Ugo Panizza (2005). Ces pays sont donc obligés de s'endetter en devises. Ils sont alors soumis à une forte contrainte de financement et au risque de change (Faudot et Ponsot, 2016). Ils accumulent dès lors volontairement des montants excessifs de réserves libellées en dollars, par précaution et pour se prémunir des crises financières et des attaques spéculatives. Une autre solution, envisagée par le G20 et le FMI (2013), vise à soutenir de manière multilatérale le développement de marchés domestiques plus efficients, permettant ainsi de dépasser la contrainte de financement des pays émergents. Cette solution, en réalité, n'en est pas une si elle ne règle pas aussi le problème de l'endettement en devises de ces pays. Or l'histoire monétaire récente montre que les expériences d'émission internationale en monnaie domestique par des pays émergents sont rares, de faible ampleur et peu couronnées de succès, comme l'illustre la stratégie velléitaire du Brésil à partir de 2005 (Ponsot, 2015).

Ces asymétries au sein des relations monétaires internationales sont en réalité un élément *fondamental* dans la compréhension du fonctionnement du système monétaire international – et dans la compréhension de ses dysfonctionnements. Les quatre I – instabilité, incertitude, insuffisance de la demande globale et iniquité – sont les symptômes de problématiques ayant ultimement trait à l'usage d'une monnaie nationale dans les paiements internationaux. La théorie monétaire post-keynésienne nous apprend justement qu'il existe une logique macroéconomique dans les paiements internationaux – puisque la monnaie fait partie intégrante des mécanismes macroéconomiques et que l'économie ne peut être saisie sans prendre en compte les mécanismes monétaires. Cet usage d'une monnaie nationale dans les paiements internationaux ne peut pas être sans conséquences théoriques, ces dernières se traduisant précisément par les quatre I que nous venons d'évoquer.

Or le « plan Keynes », bien que conçu dans les années 1940, paraît pouvoir résoudre les dysfonctionnements du régime actuel en proposant une réforme fondamentale et cohérente du système monétaire et financier.

2. Le plan Keynes et les enjeux d'une monnaie internationale

En réalité, la crise financière qui a éclaté à la suite de l'explosion de la bulle immobilière américaine en 2007 tire son origine de ce « non-système » des paiements internationaux. Cela signifie que toute réforme se doit d'entreprendre des transformations radicales ; plus précisément, il s'agit de supprimer le défaut de base de ce système, soit l'usage d'une monnaie nationale dans les transactions internationales et l'absence de prise en compte des mécanismes à l'œuvre lors des paiements.

Or le plan Keynes, souvent présenté comme radical, consiste précisément à rendre cohérent le régime des paiements internationaux. Pour le maître de Cambridge, il faut instituer une « banque des banques centrales » chargée de l'émission du moyen de paiement final que serait une « authentique » monnaie internationale. Celle-ci ne doit pas s'immiscer dans les systèmes bancaires nationaux car ils n'ont aucunement besoin d'une monnaie parallèle, voire unique – comme l'euro, dont la crise tire son origine de cette unification monétaire.

2.1. L

Retraçons tout d'abord les grandes lignes de ce plan. Il s'agissait, pour l'économiste britannique, de créer une monnaie qui serait utilisée dans les transactions entre pays, les résidents de ces mêmes pays continuant d'utiliser leurs propres monnaies nationales dans leurs relations réciproques (Keynes, 1942). Il prévoyait ainsi de substituer à l'échange direct des monnaies nationales entre elles un schéma à deux étages. Les résidents de chaque pays, qui concluent leurs transactions en monnaies nationales, continueraient d'acheter et de vendre ces dernières les unes contre les autres par l'intermédiaire des banques commerciales. Cependant, celles-ci n'échangeraient plus directement leurs monnaies nationales entre elles. Elles devraient s'adresser à leurs banques centrales respectives, qui achèteraient et vendraient ainsi leurs monnaies nationales en contrepartie de débits et crédits en monnaie internationale, inscrits dans les livres d'une banque spécifique, que Keynes nomme *Banque de compensation internationale*. Ainsi, cette nouvelle monnaie serait uniquement utilisée pour les paiements entre les pays, chacun d'entre eux étant représenté par sa propre banque centrale.

Le plan Keynes, soit l'émission d'une monnaie internationale, se distingua alors – et se distingue encore maintenant – des autres projets de réforme visant à établir un étalon monétaire « multipolaire » selon les régions d'influence ou envisageant le renforcement des droits de tirage spéciaux du FMI : il permettrait d'instaurer un système monétaire international qui mettrait fin à l'instabilité, à l'incertitude, à l'insuffisance de la demande globale et à l'iniquité qu'il génère, car ce plan est conforme aux principes monétaires issus de la théorie de la monnaie endogène.

Cela dit, au cours des discussions menées préalablement à la conclusion des accords de Bretton Woods en 1944, les experts américains s'étaient montrés très préoccupés par l'effet inflationniste que la création d'une monnaie internationale, préconisée par Keynes, pourrait exercer sur l'économie mondiale. Keynes lui-même était conscient de ce risque mais le présentait comme un avantage : sa proposition serait favorable à l'expansion du commerce mondial (Keynes, 1942, p. 176). Plus tard, Triffin, ardent partisan de la création d'une monnaie internationale, devait lui aussi craindre que la capacité donnée à une institution internationale de créer et de prêter des liquidités donnât « une direction inflationniste à

l'économie mondiale » (Triffin, 1962, p. 11). En conséquence, il préconisait une stricte limitation de la quantité de liquidités ainsi créées.

Une autre grande critique exprimée à l'égard du plan Keynes concernait la limitation des mouvements de capitaux que semblait nécessiter le maintien de parités fixes au sein du système monétaire international. Selon Ronald McKinnon, ce sera plus tard, au cours des années 1973-1974, la raison principale de l'incapacité du Comité des Vingt – commission d'étude du FMI sur la réforme du système monétaire – à définir un nouvel ordre monétaire international : « Les négociateurs ne voulaient pas revenir au principe d'un contrôle des changes draconien que Keynes avait à l'esprit en 1943 » (McKinnon, 1993, p. 25 ; notre traduction).

Ces critiques à l'égard du plan Keynes, exprimées par les meilleurs experts, étaient à n'en pas douter pertinentes. Alors, pourquoi ce plan a-t-il pu et peut-il encore constituer une solution aux dysfonctionnements du système monétaire et financier international ? Il s'agit en réalité de résoudre ces derniers grâce à la création d'une véritable monnaie internationale qui soit conforme aux mécanismes macroéconomiques. En cela, le plan Keynes permet déjà de saisir quels sont les enjeux sous-jacents de l'architecture monétaire internationale en clarifiant certains points fondamentaux et en soulignant la nature des problématiques théoriques.

2.2. L

Dans le cadre de ce plan, les dettes et les créances des pays concernés seraient enregistrées auprès de la banque de compensation internationale et la réduction des déficits et des excédents des balances des paiements serait de la seule responsabilité de ces pays. En effet, les dettes et les créances auprès de la banque internationale constitueraient des facilités donnant aux pays déficitaires et excédentaires un délai pour prendre des mesures en vue de rétablir l'équilibre de leurs paiements (Keynes, 1943, p. 276-277). Keynes envisageait d'ailleurs explicitement l'ouverture de crédits, dès la mise en place de la banque internationale, à hauteur de 25 ou 30 milliards de dollars.

Or comment ne pas douter que certains pays puissent abuser de ces facilités, ouvrant ainsi la voie à l'inflation et à l'instabilité des taux de change ? Les crédits accordés par la banque internationale se traduiraient par l'émission de monnaie nationale dans les pays excédentaires : créditée en monnaie internationale, la banque centrale d'un pays exportateur émettrait sa propre monnaie à due concurrence et alimenterait ainsi les banques commerciales chargées de créditer les comptes des résidents à l'origine des exportations. Les experts américains qui examinèrent le plan Keynes dès 1942 en étaient convaincus : le crédit accordé par la banque internationale aux pays déficitaires se traduirait par un crédit des États-Unis – alors excédentaires – à ces pays, ce qui ne manquerait pas d'avoir un effet inflationniste sur l'économie américaine et de constituer ainsi une menace pour la stabilité du taux de change du dollar (Horsefield, 1969, p. 49).

Cela dit, la question des relations entre dettes, crédits et monnaie est plus complexe qu'il n'y paraît. Les dettes et créances ne sont pas réductibles aux crédits venant des entreprises ; les banques aussi génèrent des dettes et des créances. D'une part, elles jouent le rôle bien connu d'intermédiaire financier ; d'autre part, elles créent la monnaie à la demande des entreprises en contrepartie des crédits à la production[5]. Reprenons le processus de création monétaire afin de saisir comment ces deux fonctions s'articulent :

– un crédit est accordé à un emprunteur (à sa demande), par exemple à une entreprise pour verser les

salaires ;

– de la monnaie est créée par les banques ;

– cette monnaie est versée à un déposant (les salariés). Simultanément, le déposant acquiert une créance sur la banque et, à travers elle, sur l'emprunteur. Il obtient bien une créance, un titre financier.

La banque est intermédiaire financier quand elle gère les supports monétaires ; elle est créatrice de monnaie quand elle octroie un crédit à une entreprise. D'ailleurs, sur ce dernier point, il est même possible d'affirmer qu'elle ne sert que d'« intermédiaire monétaire » puisqu'elle n'est pas à l'origine de cette création. Les banques seraient alors des « intermédiaires monétaires et financiers »[6] !

Ainsi, il est possible de mesurer la pertinence des critiques adressées au plan Keynes et de dissocier création monétaire et octroi de crédits au niveau international. Nous l'avons déjà indiqué, les experts américains craignaient que les États-Unis se voient contraints de créer des dollars en contrepartie des crédits accordés en monnaie internationale aux pays déficitaires. Ils redoutaient que le plan Keynes ne fasse des États-Unis la « vache à lait » des pays déficitaires.

Or, si la banque internationale était investie de la fonction d'octroi de crédits, d'« intermédiaire monétaire », en ayant la possibilité d'émettre une monnaie internationale, elle jouerait également le rôle d'intermédiaire financier entre créanciers et débiteurs, autrement dit entre les pays excédentaires et les pays déficitaires. Peut-on éviter que ce type de situation n'entraîne effectivement une sollicitation constante des pays excédentaires (les déposants) ?

En réalité, on dispose d'un moyen très simple de réduire le rôle d'intermédiaire financier de la banque internationale, et ainsi d'éviter une « sur-sollicitation ». Il suffit, comme cela se pratique pour les règlements interbancaires dans les économies nationales (Rossi, 2007), d'imposer une compensation journalière ou même en temps réel des paiements internationaux. Ce serait donner son plein sens aux termes employés par Keynes pour dénommer l'institution internationale qu'il appelait de ses vœux, la banque de *compensation* internationale. Cela signifierait que chaque paiement d'un pays vers un autre serait immédiatement – ou journellement – compensé par un paiement réciproque au moyen de la cession de titres financiers.

Se trouveraient alors écartés aussi bien le risque inflationniste dénoncé par les opposants à la création d'une monnaie internationale que le risque d'instabilité des taux de change, chaque monnaie nationale étant dorénavant simultanément demandée et offerte pour le même montant – les paiements étant réciproques –, qu'il s'agisse de transactions portant sur des biens, des services ou des capitaux.

3. La monnaie internationale et la question de son pouvoir libératoire

Nous l'avons dit, le désordre monétaire international actuel a des racines profondes et se traduit par de fortes asymétries et une instabilité récurrente. Il provient en effet d'un défaut structurel de l'architecture monétaire sur le plan mondial : l'utilisation d'une monnaie nationale – comme le dollar américain, l'euro, la livre sterling, etc. – dans le règlement des transactions internationales. Or cela est-il sans conséquence ? La monnaie est-elle en relation avec une « économie », un espace productif, ou peut-elle être utilisée partout ?

Si nous approfondissons encore le raisonnement autour de la théorie de la monnaie endogène et de sa cohérence avec l'architecture monétaire internationale, nous devons revenir à des questionnements fondamentaux relatifs à la nature de la monnaie et à son pouvoir libératoire.

3.1. L

Revenons tout d'abord sur les principes théoriques de la monnaie endogène, et plus précisément sur son *pouvoir libératoire*.

Rappelons tout d'abord que, pour les post-keynésiens, la monnaie est créée à la suite des demandes de crédits des entreprises[7]. Il est alors possible de ramener la monnaie à l'espace productif qui l'a engendrée, voire de « l'identifier » à la production qu'elle a générée. Une monnaie serait alors l'exacte contrepartie d'une production nationale, soit le montant précis des droits, du pouvoir d'achat sur celle-ci.

Par ailleurs, la création monétaire sur la base du crédit n'est possible que parce que les « dettes bancaires » ont un pouvoir libératoire. Effectivement, dans le cas des relations de dette bilatérales, la créance ne peut pas servir de moyen de paiement ; il est impossible de régler un vendeur avec ce qu'il doit. En revanche, un agent en dehors du circuit des achats et des ventes – la banque – peut émettre une dette sur lui-même. Les autres agents ont la possibilité d'utiliser cette dette puisque l'agent ne doit rien à personne. Ce moyen de paiement *libère* celui qui l'utilise dans le sens où il n'a aucune obligation après le versement ; cet instrument détient un pouvoir libératoire. Ici, la monnaie est bien une dette qui circule.

Ce principe est la base même des systèmes bancaires contemporains. Les agents honorent leurs achats en monnaie scripturale – ce qui a pour eux une fonction libératoire. Cependant, si l'acheteur et le vendeur sont clients de banques différentes, cela devient plus complexe. La monnaie scripturale étant une dette d'une banque sur elle-même, elle ne peut pas servir à une banque pour payer une autre. Comme nous le savons, les banques utilisent finalement la monnaie de banque centrale, qui elle seule a un pouvoir libératoire, pour régler leurs transactions.

Logiquement, il faudrait transposer ce principe à un troisième niveau encore, après celui des agents et celui des banques : celui des échanges internationaux. Or il en va ici tout autrement. En effet, les échanges internationaux se fondent sur le règlement en monnaies nationales, qui les dénaturent et affectent le pouvoir d'achat du pays d'origine et le produit qui leur sont associés. Il n'existe pas de tiers qui fasse circuler sa dette ; seules les dettes des parties prenantes, des agents qui échangent circulent. Ainsi :

– la monnaie perd de son pouvoir libératoire et acquisitif car, vis-à-vis de l'étranger, le pays dans lequel elle circule, son espace productif, devient acheteur de biens, de services ou de titres, mais également émetteur de monnaie (puisque son système bancaire lui est identifiable en économie

internationale). Ce pays est acheteur et émetteur, et nous retrouvons la situation de dettes bilatérales. Le reste du monde perçoit une créance simple et non pas un titre double de créance-dette comme dans une économie nationale ;

– par ailleurs, quand un importateur envisage d'effectuer un achat au reste du monde, la somme de cette transaction représente une dépense de moins dans l'économie.

Aucune monnaie nationale ne peut être utilisée comme moyen de paiement international sans conséquences néfastes pour l'une ou l'autre partie.

En fait, il n'y a rien de problématique, en tant que tel, au fait qu'un importateur (résident du pays A) paie, en une quelconque monnaie nationale (pour simplifier, en monnaie A), son correspondant, exportateur résident du pays B. Pour les agents, il y a bien un règlement de l'importateur vers l'exportateur ; il lui cède une reconnaissance de dette, un droit de propriété sur un dépôt bancaire libellé en n'importe quelle monnaie, étant donné que la monnaie n'est émise ni par le payeur ni par le payé dans cette transaction (Goodhart, 1989, p. 26). Pour les parties contractantes, la transaction est finalisée. Le problème concerne en réalité le paiement entre le pays A et le pays B car il ne s'agit que d'une promesse de paiement : en l'état, le pays A ne cède rien au pays B. Malgré la cession du droit de propriété sur un dépôt bancaire, d'un résident (importateur) du pays A à un résident (exportateur) du pays B, l'objet de ce droit de propriété, entendez le dépôt bancaire, reste de manière incontournable enregistré au sein du système bancaire du pays A, qui, dès lors, ne cède rien en échange du produit (commercial ou financier) que l'un de ses résidents a importé (et payé finalement).

Keynes avait effectivement constaté que, si, au niveau des agents, les paiements sont considérés comme effectués, au niveau des nations n'apparaît pas le « non-paiement des transactions ». Les balances des paiements enregistrent, en réalité, le résultat des importations et des exportations des résidents du pays concerné. Il n'existe pas (encore) de comptabilité des nations en tant que telles, qui ferait apparaître le déficit de paiement découlant du non-paiement international expliqué plus haut.

Or, pour mener à bien tout paiement, cela implique qu'une banque ou que le système bancaire dans son ensemble soit un « intermédiaire monétaire » pour le paiement de la transaction entre l'acheteur et le vendeur (Hicks, 1967, p. 11). Si cela est bien le cas lors de chaque transaction – domestique ou transfrontière – entre deux agents économiques quelconques – ménages, entreprises, institutions financières, États –, il n'en est rien en ce qui concerne, en l'état, les nations en tant que telles.

3.2. C

En termes purement économiques, toute nation dotée de sa propre monnaie définit un espace monétaire à part entière dans lequel elle circule. Elle n'a aucun pouvoir libératoire à l'extérieur de cet espace, ce qui veut dire que toute monnaie nationale n'est pas utilisable dans les transactions internationales.

Le principe essentiel de l'ordre monétaire international est donc clair : il faut s'assurer que, lors de chaque paiement transfrontière entre deux agents quelconques – l'acheteur et le vendeur d'un produit commercial ou financier –, leurs propres pays assurent l'opération du paiement final afin que celle-ci n'en reste pas à l'état de promesse de paiement. Le pouvoir libératoire du paiement au niveau des pays en tant que tels (donc pas uniquement en ce qui concerne leurs propres résidents) se concrétise par le transfert d'un dépôt bancaire – au lieu de simplement transférer le droit de propriété sur celui-ci sans que le dépôt correspondant quitte le système bancaire original – du pays importateur au pays exportateur du produit

concerné.

Or, pour ce faire, il est indispensable de disposer d'une banque à l'échelle internationale qui émet l'instrument de paiement entre le pays importateur et le pays exportateur, et qui enregistre, de ce fait, la dette et la créance sous-jacentes pour les nations concernées. En clair, cette institution monétaire supranationale ne doit rien acheter ou vendre lorsqu'elle émet le nombre d'unités monétaires nécessaires afin de régler les échanges économiques entre les pays concernés. Il s'agit d'une fonction purement technique mais tout à fait instrumentale pour assurer l'ordre monétaire sur le plan international. Sans elle, l'économie mondiale continuera d'afficher des déséquilibres globaux, dans la mesure où les pays du centre (soit les États-Unis) continueront à ne pas régler réellement leurs achats nets dans le reste du monde.

Ce problème n'affecte pas uniquement le commerce international : il est également un facteur majeur de crise financière dans les pays dont la monnaie est acceptée comme si elle était une marchandise au-delà des frontières nationales. La crise des *subprimes*, par exemple, n'aurait pas eu une telle ampleur systémique si les banques américaines n'avaient pas été amenées à augmenter de manière insoutenable le volume des crédits octroyés à toutes sortes d'agents économiques aux États-Unis, à la suite de l'augmentation des dépôts bancaires résultant du « non-paiement » des déficits extérieurs de ce pays. En effet, ces banques ont tenté, par des pratiques de plus en plus risquées – y compris par des crédits hypothécaires à des catégories clairement insolvables de ménages –, d'obtenir des recettes d'intérêt afin de rémunérer l'exorbitante masse monétaire enregistrée sous forme de dépôts dans leurs bilans (Rossi, 2011 ; 2015).

On l'aura compris, les nouvelles réglementations adoptées au niveau international, en particulier les accords de Bâle III en 2010, ne vont pas empêcher la prochaine crise systémique de la finance globalisée. Pour ce faire, il faut mettre en place une réforme monétaire et structurelle du régime des paiements internationaux. La pierre angulaire de celle-ci est la création d'une institution monétaire assurant la finalité des paiements internationaux. Au lieu d'être échangés directement entre les banques de second rang concernées par les paiements transfrontières entre deux agents quelconques, les ordres de paiement du commerce international doivent remonter aux banques centrales nationales impliquées dans les échanges internationaux. Chacune d'entre elles doit avoir un compte auprès de l'institution de règlement international, la *Banque de compensation internationale*, à travers lequel elle va être débitée et créditée – en une monnaie véritablement internationale – à la suite des échanges extérieurs des résidents de son propre pays.

Cela n'a rien à voir avec la réintroduction du contrôle des mouvements de capitaux, étant donné que les capitaux vont continuer à pouvoir circuler librement à travers les frontières nationales. Un pays n'aura plus en revanche la possibilité de s'acquitter de sa dette en cédant une simple promesse de paiement. Cette réforme peut facilement s'inspirer de ce qui se passe au sein de chaque pays, en ce qui concerne le paiement final entre l'acheteur et le vendeur sur quelque marché que ce soit : l'acheteur n'émet pas lui-même l'instrument avec lequel il règle sa dette face au vendeur mais fait appel à des sommes de monnaie que le système bancaire national émet en tant qu'« intermédiaire monétaire » entre les deux agents concernés. Il doit en être de même au niveau international, c'est-à-dire que le pays qui importe des produits du reste du monde ne doit pas pouvoir émettre lui-même, à travers son propre système bancaire, le nombre d'unités monétaires nécessaires pour régler ses achats nets dans le reste du monde. Le « privilège exorbitant » dont profitent les États-Unis doit cesser, dans l'intérêt de ce pays et de l'ensemble de l'économie globale. Il y va de la stabilité financière sur le plan national et international. Il faut dès lors mettre sur pied une séparation claire et nette entre l'émission monétaire et l'octroi de crédits par le

système bancaire de tout pays, à commencer par le pays qui se trouve au centre du « non-système » actuel – les États-Unis. L'histoire de la pensée monétaire offre bien des pièces de cette réforme, qu'il s'agit maintenant de mettre ensemble pour rendre celle-ci opérationnelle à la lumière des avancées en théorie monétaire (Schmitt, 1975).

Conclusion

L'architecture monétaire et financière internationale est, en l'état, un facteur d'instabilité et de crises globales. Les symptômes sont multiples : instabilité économique, incertitude, insuffisance de la demande globale et iniquité entre les acteurs – les « quatre I ».

Sa réforme est urgente, mais elle requiert une compréhension profonde de la nature de la monnaie et des paiements. Cela implique de saisir la différence entre émission monétaire et octroi de crédits – la logique des paiements –, et d'appréhender en quoi consiste le pouvoir libératoire de la monnaie. La réforme avancée par les post-keynésiens consiste alors à mettre en place un système de compensation et une monnaie authentiquement internationale. Encore une fois, Keynes a été précurseur dans ce domaine. Sur une question hautement politique et technique, il a proposé une réforme ambitieuse en mobilisant la puissante théorie de la monnaie qu'il a élaborée.

On peut cependant s'interroger sur le réalisme de l'application à court terme de la nouvelle architecture monétaire défendue par les post- keynésiens, tant les intérêts en jeu sont importants. Il faudrait tout d'abord convaincre les États-Unis d'abandonner le « privilège exorbitant » du dollar. De toute évidence, il s'agirait d'une concession importante de l'acteur qui assure depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale – et sans doute encore pour longtemps – le leadership dans les relations monétaires internationales. Il conviendrait ensuite de rendre acceptables le retour à une stabilité des taux de change et l'avènement d'un certain contrôle des mouvements de capitaux. Nul doute que les acteurs de la finance internationale s'opposeront vigoureusement à une telle réforme du système monétaire international, dans la mesure où l'essentiel de leurs revenus provient précisément de la variation des taux de change et de la libre circulation des capitaux !

Références bibliographiques

Aglietta, M., Ould Ahmed, P., et Ponsot, J.-F., 2016, *La monnaie entre dettes et souveraineté*, Paris, Odile Jacob.

Arestis, P., Basu, S., et Mallick, S. (2005), « Financial Globalization : The Need for a Single Currency and a Global Central Bank », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 27, nº 3, p. 507-531.

Blecker, R. A. (2013), « Long-Run Growth in Open Economies : Export-Led Cumulative Causation or a Balance-of-Payments Constraint ? », dans G. C. Harcourt et P. Kriesler (dir.), *The Oxford Handbook of Post-Keynesian Economics*, Oxford, Oxford University Press, t. 1, p. 390-414.

Carvalho, F. J. C. (2010), « The Accumulation of International Reserves as a Defense Strategy », dans S. Griffith-Jones, J. A. Ocampo et J. E. Stiglitz (dir.), *Time for a Visible Hand : Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, Oxford, Oxford University Press, p. 269-288.

Cruz, M., et Kriesler, P. (2010), « International Reserves, Effective Demand and Growth », *Review of Political Economy*, vol. 22, nº 4, p. 569-587.

Davidson, P. (2004), « A Post Keynesian View of the Washington Consensus and How to Improve It », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 27, nº 2, p. 207-230.

Eichengreen, B. (2011), *Un privilège exorbitant. Le déclin du dollar et l'avenir du système monétaire international*, trad. fr. M. Le Séac'h, Paris, Odile Jacob.

Eichengreen, B., Hausmann, R., et Panizza, U. (2005), « The Pain of Original Sin », dans B. Eichengreen et R. Hausmann (dir.), *Other People's Money : Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, Chicago (Ill.), University of Chicago Press, p. 13-37.

Faudot, A., et Ponsot, J.-F. (2016), « The Dollar Dominance : Recent Episode of Trade Invoicing and Debt Issuance », *Journal of Economic Integration*, vol. 31, nº 1, p. 41-64.

FMI, Banque mondiale, Banque européenne pour la reconstruction et le développement et OCDE (2013), « Developing Local Currency Bond Market : A Diagnostic Framework », OECD.org.

Gnos, C., et Rochon, L.-P. (2004), « Reforming the International Financial and Monetary System : From Keynes to Davidson and Stiglitz », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 26, nº 4, p. 613-629.

Goodhart, C. A. E. (1989), *Money, Information and Uncertainty*, 2e éd., Basingstoke, Macmillan.

Herr, H. (2011), « International Monetary and Financial Architecture », dans E. Hein et E. Stockhammer (dir.), *A Modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 267-293.

Hicks, J. R. (1967), *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford, Clarendon Press.

Horsefield, J. K. (1969), *The International Monetary Fund, 1945-1965 : Twenty Years of International Monetary Cooperation*, t. 1, *Chronicle*, Washington (D. C.), FMI.

Keynes, J. M. (1942), « Proposals for an International Clearing Union », reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 27, p. 168-195.

Keynes, J. M. (1943), « Speech before the House of Lords », reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 27, p. 269-280.

McKinnon, R. I. (1993), « The Rules of the Game : International Money in Historical Perspective »,

Journal of Economic Literature, vol. 31, nº 1, p. 1-44.

Palley, T. I. (2014), « Global Imbalances : Benign By-Product of Global Development or Toxic Consequence of Corporate Globalization ? », *European Journal of Economics and Economic Policies : Intervention*, vol. 11, nº 3, p. 250-268.

Ponsot, J.-F. (2015), « Original Sin », dans L.-P. Rochon et S. Rossi (dir.), *The Encyclopedia of Central Banking*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 392-394.

Ponsot, J.-F. (2016), « The "Four I's" of the International Monetary System and the International Role of the Euro », *Research in International Business and Finance*, vol. 37, p. 299-308.

Rodrik, D. (2006), « The Social Cost of Foreign Exchange Reserves », *International Economic Journal*, vol. 20, nº 3, p. 253-266.

Rossi, S. (2007), *Money and Payments in Theory and Practice*, Londres-New York (N. Y.), Routledge.

Rossi, S. (2011), « Can It Happen Again ? Structural Policies to Avert Further Systemic Crises », *International Journal of Political Economy*, vol. 40, nº 2, p. 61-78.

Rossi, S. (2015), « Structural Reforms in Payment Systems to Avoid Another Systemic Crisis », *Review of Keynesian Economics*, vol. 3, nº 2, p. 213-225.

Schmitt, B. (1975), *Théorie unitaire de la monnaie, nationale et internationale*, Albeuve, Castella.

Stockhammer, E., et Onaran, Ö. (2013), « Wage-Led Growth : Theory, Evidence, Policy », *Review of Keynesian Economics*, vol. 1, nº 1, p. 61-78.

Triffin, R. (1962), *L'Or et la crise du dollar*, Paris, PUF.

---

1. Voir chapitre 9.
2. Voir chapitre 20.
3. Voir chapitres 1 et 8.
4. L'analyse des inégalités par les post-keynésiens s'étend effectivement à de nombreux domaines (voir chapitre 19).
5. Voir chapitre 9.
6. Dans le même ordre d'idées, il est également possible de distinguer crédit et monnaie car le premier permet d'« effectuer » des paiements, et la monnaie, pour sa part, n'est que le « support » de ce paiement et devient par la suite un objet financier.
7. Voir chapitre 9.

CHAPITRE 22

Du développementisme classique au nouveau développementisme

Éric Berr et Luiz Carlos Bresser-Pereira

Si les questions de croissance et de développement avaient retenu l'attention des économistes classiques depuis Adam Smith, l'économie du développement fait vraiment son apparition comme nouvelle branche de la science économique après la Seconde Guerre mondiale. C'est en effet à ce moment-là que s'ouvre une nouvelle ère, marquée par l'avènement d'un nouvel ordre économique mondial avec la création des institutions de Bretton Woods – le FMI et la Banque mondiale – et d'une nouvelle donne géopolitique avec la guerre froide. Dans les années 1950 et 1960, de nombreux pays accèdent à l'indépendance en Afrique et en Asie. On assiste ainsi à l'émergence du tiers-monde, ce qui explique le regain d'intérêt pour l'étude des économies en développement.

Keynes n'a jamais porté un grand intérêt à ce que l'on appellera plus tard les pays de la périphérie. Michał Kalecki, tant au sein des Nations unies – entre 1946 et 1954 – qu'après son retour en Pologne, n'a cessé au contraire de s'intéresser aux économies des pays en développement (PED), qu'il qualifiait de « régimes intermédiaires » (Kalecki, 1964)[1]. Avec les autres « pionniers » du développement[2], il est à l'origine d'une approche « développementiste » trouvant ses racines dans l'économie classique de Smith et de Marx, la macroéconomie keynésienne et la théorie structuraliste latino-américaine issue des travaux de la Commission économique pour l'Amérique latine (CEPAL) dirigée par Raúl Prebisch.

Ce développementisme « classique », dominant dans les années 1950 et 1960, s'appuie sur des stratégies nationales de développement et propose des alternatives plus ou moins radicales à l'approche néoclassique[3].

La vague conservatrice qui prend forme dans les années 1970 va fragiliser ces approches hétérodoxes. En effet, l'éclatement du système de Bretton Woods ouvre la voie à la libéralisation financière tandis que le ralentissement économique condamne les politiques keynésiennes. L'heure est à l'application des recettes monétaristes, à la base de la contre-révolution néolibérale qui s'intensifie après le déclenchement de la crise de la dette en 1982. Le « consensus de Washington » (Williamson, 1990) s'impose alors aux PED en même temps qu'il entraîne un changement complet dans la façon d'appréhender la question du développement. En effet, alors que les approches développementistes voyaient le sous-développement comme un problème global qui devait être traité nationalement, en fonction des spécificités propres à chaque pays, les néolibéraux vont renverser cette vision au début des années 1980. Pour eux, les problèmes viennent de pays qui ont fait de mauvais choix, qui se sont écartés de la voie devant leur permettre de rattraper leur retard. Dès lors, seule une réponse globale – le consensus de Washington – est en mesure de remettre les PED dans le droit chemin.

Une trentaine d'années se sont écoulées et l'approche néolibérale du développement, loin d'avoir pansé les maux des PED, a participé à l'accroissement des inégalités (internes et internationales) et a été à l'origine d'une instabilité économique croissante causant de nombreuses crises et précarisant toujours plus les populations les plus fragiles. Tandis qu'elle n'a pu réaliser l'objectif de satisfaction des besoins humains essentiels, cette approche a engendré une multiplication des désastres écologiques en raison d'un fonctionnement de l'économie mondiale orienté prioritairement vers l'accumulation au moyen d'un productivisme de plus en plus prédateur. L'échec du consensus de Washington et de ses prolongements, qui fondent ce que Luiz Carlos Bresser-Pereira nomme l'« orthodoxie libérale »[4], est aujourd'hui très bien documenté (Berr et Combarnous, 2005 ; 2007a ; Bresser-Pereira, 2004 ; Bresser-Pereira et Varela, 2004).

À partir des années 2000, prenant acte de cet échec, les travaux néo-développementistes (Bresser-

Pereira, 2009a ; Bresser-Pereira, Oreiro et Marconi, 2014) vont renouer avec les perspectives structuralistes et dépendantistes latino-américaines tout en proposant de dépasser leurs limites. Ainsi, ce nouveau développementisme entend renouveler le développementisme classique en s'appuyant notamment sur la macroéconomie post-keynésienne. Nous verrons alors quelles sont les bases communes au développementisme classique et au nouveau développementisme, ainsi que l'influence qu'a pu avoir le premier sur le second (section 1), pour ensuite mettre en évidence l'originalité et les apports du nouveau développementisme (section 2).

1. Les racines du développementisme

Le développementisme classique – qui rassemble les approches structuralistes et les théories de la dépendance basées sur l'expérience des pays d'Amérique latine – et le nouveau développementisme accordent une place centrale à l'État-nation en tant que concepteur et promoteur d'une stratégie nationale de développement, dont les racines macroéconomiques sont communes et s'opposent clairement à l'approche néoclassique.

1.1. L

L'histoire nous enseigne que le développement économique suppose une stratégie nationale de développement, que l'on peut définir comme

> une stratégie de compétition internationale ; c'est une action économique concertée, orientée vers la croissance économique et ayant la nation comme acteur collectif et l'État comme instrument fondamental de l'action collective. (Bresser-Pereira, 2009a, p. 55)

Dans ce cadre, il est nécessaire que les classes sociales mettent de côté leurs conflits internes et coopèrent face à la concurrence économique internationale. C'est bien l'idée défendue par les structuralistes, qui se focalisent sur l'exploitation des nations périphériques par les pays du centre, à partir d'une interprétation impérialiste des rapports Nord-Sud. Une telle stratégie suppose l'existence d'une nation et donc d'un accord national engageant des industriels, des travailleurs et la bureaucratie d'État. La réussite de cette stratégie requiert donc l'avènement d'une élite industrielle encourageant l'innovation et l'accumulation du capital, et instaurant une priorité claire en faveur des intérêts nationaux. Elle requiert aussi une bonne cohésion afin que la rivalité entre groupes sociaux ne prime pas sur leur nécessaire collaboration. En effet, les stratégies nationales de développement auront d'autant plus de chance d'être efficaces que les nations seront plus autonomes et que le degré de cohésion sera élevé. L'expérience montre que ces conditions ont été mieux réunies en Asie, où les élites ont une fibre nationale plus exacerbée, qu'en Amérique latine, où elles se considèrent plus comme « européennes » et donc moins préoccupées par les enjeux nationaux. Ces conditions n'ont pas été réunies en Afrique, où la domination extérieure est plus importante, et, plus généralement, lorsque les pays dominants arrivent à persuader les élites locales de suivre leurs recommandations en matière de politique économique.

L'approche par la dépendance se démarque de l'analyse structuraliste sur deux points. Tout d'abord, si elle reconnaît que la cause du retard des PED s'explique en partie par l'exploitation exercée par les pays du centre, elle insiste sur le fait que les élites locales – industrielles notamment – ont une responsabilité dans la perpétuation du sous-développement, en ce sens qu'elles n'agissent pas au nom d'intérêts nationaux mais se comportent comme les relais de l'impérialisme du centre. Ensuite, tandis que les structuralistes mettent l'accent sur l'exploitation nationale, l'approche par la dépendance se focalise beaucoup plus sur l'exploitation des classes sociales. Trois variantes de cette approche peuvent être mentionnées.

À partir d'une approche basée sur l'exploitation, André Gunder Frank (1966) montre qu'une telle

situation de dépendance des élites locales vis-à-vis des élites des pays riches ne peut conduire qu'au développement du sous-développement et empêche toute possibilité de développement national dans le cadre du capitalisme. S'ils ne peuvent compter sur leurs élites, les travailleurs des PED n'ont d'autre choix que de lutter pour la révolution socialiste.

Fernando Henrique Cardoso et Enzo Faletto (1978) révèlent, à partir d'une variante que l'on peut qualifier d'« associée-dépendante » (Bresser-Pereira, 2009b), que les classes sociales se combattent, ce qui fait émerger une classe de capitalistes qui ne défend pas les intérêts nationaux mais s'allie plutôt avec le capital international, conduisant ainsi à une concentration des revenus au détriment des travailleurs et au recours à l'épargne étrangère pour financer la croissance.

Luiz Carlos Bresser-Pereira (2009b), à partir des travaux de Celso Furtado et Osvaldo Sunkel, propose une interprétation « nationale- dépendante » au sein de laquelle la classe capitaliste est composée d'un groupe mercantile et financier associé aux pays riches et d'une bourgeoisie industrielle partagée entre son désir de bâtir une industrie nationale, aidée en cela par les politiques publiques de l'État-nation, et la tentation de s'allier avec les élites financières des pays riches. Dans ce cadre, le développement est possible chaque fois que les élites sont guidées par l'intérêt national plutôt que par la soumission aux pressions des pays du centre impérialiste.

Ces approches, définies entre les années 1950 et 1970, fournissent les bases du développementisme classique. Le nouveau développementisme, qui apparaît dans les années 2000 et se construit comme une alternative au consensus de Washington, va lui aussi proposer une stratégie nationale de développement en actualisant les apports structuralistes et dépendantistes afin de répondre au défi d'une mondialisation qui n'a pas supprimé le rôle des États-nations, comme le suggéraient les approches néolibérales fondant le consensus de Washington, mais où ceux-ci se concurrencent économiquement par l'intermédiaire de leurs firmes.

1.2. L

Le développementisme, classique ou nouveau, s'oppose clairement à la théorie néoclassique. Il met certes l'accent sur le développement économique mais récuse l'idée, défendue en son temps par Walt Whitman Rostow (1960) et qui est à la base des politiques néolibérales menées dans les PED depuis le début des années 1980, que le sous-développement ne serait qu'un simple retard de développement. Il met en avant des causes structurelles au sous-développement. Raúl Prebisch (1950) et Hans Singer (1950) ont montré, dans le cas des pays d'Amérique latine, qu'il existait une tendance séculaire à la détérioration des termes de l'échange, c'est-à-dire que le prix des exportations de ces pays – constituées principalement de biens primaires et de ressources naturelles – avait tendance à diminuer relativement au prix de leurs importations – constituées de produits manufacturés. Cette situation engendre des déséquilibres de la balance des paiements et rend les PED dépendants des financements extérieurs.

Pour les structuralistes, c'est au moyen de stratégies d'industrialisation par substitution d'importations – on cherche à produire localement ce que l'on importait jusqu'alors – que les PED pourront sortir de cet écueil et se libérer de cette contrainte externe. Une telle politique d'industrialisation vise à transférer de la main-d'œuvre du secteur primaire, caractérisé par une faible valeur ajoutée, vers le secteur manufacturé, où la valeur ajoutée est plus forte.

L'approche par la dépendance, en particulier sa version « associée- dépendante », avance que le centre n'est pas opposé à l'industrialisation de la périphérie, preuve en est que nombre de multinationales

installent des unités de production dans les PED. Cela crée cependant des effets pervers en concentrant les revenus dans les mains des classes collaboratrices et installe un système dans lequel la croissance est financée par des capitaux extérieurs, notamment par le biais des investissements directs étrangers. Dans un tel cas, le risque est grand de favoriser ce que Michał Kalecki et Ignacy Sachs (1966) nomment une « croissance perverse », c'est-à-dire une croissance tirée par la production de biens non essentiels – de « luxe » – déséquilibrant l'économie et conduisant à une croissance de court terme qui affecte les perspectives futures de croissance. Dans ce cas, en effet, les investissements mobilisent les biens d'équipement, les produits intermédiaires et de première nécessité qui font défaut, et ne peuvent de ce fait augmenter la capacité de production de biens jugés plus utiles au développement.

Si l'État a assurément un rôle important à jouer, le développementisme s'écarte à la fois du libéralisme économique et de l'étatisme, et promeut l'étude d'économies mixtes – que Kalecki qualifiait également de « régimes intermédiaires » (1964) –, définies par une intervention modérée de l'État dans l'économie. Cet État-nation doit éviter de tomber dans une forme de dépendance et doit au contraire être le garant de la mise en œuvre d'une stratégie nationale qui organise la compétition et la coopération entre les différents groupes sociaux d'une société.

Une telle stratégie ambitionne de transformer des pays préindustriels en pays à revenu intermédiaire ayant réalisé leur « révolution capitaliste ». Sa réussite suppose de s'affranchir de l'impérialisme moderne, qui, tant sous sa forme industrielle que sous sa forme financière, représente un obstacle externe majeur au développement.

2. Le renouveau du développementisme

Le retournement idéologique opéré au début des années 1980 ouvre une ère néolibérale, et le consensus de Washington est la traduction, en termes de politique économique, de cette « orthodoxie libérale » qui s'impose alors et demeure encore aujourd'hui dominante. Sous couvert de mondialisation, celle-ci fait croire à une perte d'influence irrémédiable des États-nations. Le nouveau développementisme, qui ambitionne d'ouvrir une voie inédite entre le développementisme classique et l'orthodoxie libérale, réaffirme le caractère national des stratégies de développement[5], tout en mettant l'accent sur la question du taux de change, ainsi que sur celle du financement du développement.

2.1. L

Le nouveau développementisme fait son apparition au début des années 2000. Il entend proposer une alternative à l'orthodoxie libérale tout en réorientant l'analyse développementiste classique. Tandis que les partisans du consensus de Washington répétaient inlassablement que la mondialisation condamnait l'action des États-nations, le nouveau développementisme la voit comme « le stade du capitalisme où, pour la première fois, les États-nations couvrent le monde entier et se concurrencent économiquement par l'intermédiaire de leurs firmes » (Bresser- Pereira, 2009a, p. 76). Ainsi, le nouveau développementisme entend rompre avec l'orthodoxie libérale sur trois points : premièrement, en renouant avec les approches structuralistes et dépendantistes, il considère que « les politiques économiques et les institutions doivent être formulées et mises en place avec comme principal critère la défense de l'intérêt national, et comme acteurs chaque citoyen du pays » (Bresser-Pereira, 2009a, p. 76-77) ; deuxièmement, il estime que le développement national doit privilégier le recours à un mode de financement interne ; troisièmement, il souhaite neutraliser la tendance à la surévaluation cyclique et de long terme du taux de change afin de favoriser la compétitivité interne et externe des entreprises nationales (Bresser-Pereira, 2015).

Le nouveau développementisme se livre également à une critique méthodologique de la théorie néoclassique sur laquelle repose l'orthodoxie libérale. Il rejette la méthode hypothético-déductive – certes adaptée aux mathématiques – utilisée par une orthodoxie désireuse de bâtir une science économique toujours plus proche des sciences exactes afin de mettre en évidence des lois « naturelles » en économie. L'économie étant une science sociale dont la vocation est de décrire le réel, le nouveau développementisme adopte une approche historico-déductive, qui est à la base de l'économie politique et dont l'objectif n'est pas d'atteindre un illusoire optimum mais, plus modestement, de concevoir des politiques économiques satisfaisantes.

S'il entend renouer avec les approches structuralistes et dépendantistes fondant le développementisme classique, le nouveau développementisme s'en démarque toutefois sur un certain nombre de points. De manière générale, il s'adresse plus particulièrement à des pays à revenu moyen, que l'on peut assimiler aux pays émergents, tandis que le développementisme classique centrait son analyse sur les pays n'ayant pas encore accompli leur révolution capitaliste, c'est-à-dire n'étant pas très avancés dans leur processus d'industrialisation, concluant alors que c'est le dualisme des économies des PED qui les distingue principalement des pays développés. En centrant son analyse sur les pays émergents, le nouveau développementisme considère quant à lui que le principal point de rupture entre pays développés et en développement est à trouver du côté de ce que l'on nomme le « péché originel », c'est-à-dire le fait

que les PED s'endettent non dans leur propre monnaie mais en monnaies étrangères, qu'ils ne peuvent ni émettre ni dévaloriser (Ponsot, 2015).

Surtout, le nouveau développementisme conditionne le succès de stratégies nationales de développement à l'existence d'une bourgeoisie nationale défendant l'intérêt national. En cela, il rejoint les structuralistes mais rejette les approches dépendantistes, pour lesquelles les élites nationales ne sont que les relais de l'impérialisme, comme c'est le cas pour la variante « associée-dépendante » et celle basée sur l'exploitation. Seule l'interprétation « nationale-dépendante », avec une bourgeoisie industrielle à l'attitude ambiguë, parfois dépendante, parfois désireuse de bâtir une industrie nationale et coopérant avec l'État-nation, est compatible avec le nouveau développementisme.

Si le développementisme classique et le nouveau développementisme puisent leur inspiration dans la macroéconomie (post-)keynésienne, plusieurs différences marquantes peuvent être relevées. Le développementisme classique, qui inspirera la mise en œuvre de stratégies d'industrialisation par substitution d'importations, prône un modèle de développement plus autocentré recourant à une planification indicative de l'économie et reposant sur la protection des industries naissantes. Avec une vision plus tournée vers l'extérieur, le nouveau développementisme considère pour sa part que la planification doit se limiter aux secteurs non compétitifs, celui des infrastructures par exemple. S'il n'est pas protectionniste, il n'accepte pas pour autant une ouverture inconsidérée des économies des PED. De manière générale, il accorde une plus grande importance aux politiques macroéconomiques qu'aux politiques industrielles.

Le nouveau développementisme met l'accent sur une gestion budgétaire raisonnable et refuse toute forme de « populisme » en la matière. Il condamne ainsi les politiques menées en Amérique latine dans les années 1980, fondées sur de larges déficits publics et une forte inflation, et contraires au message de Keynes comme à celui des pionniers du développementisme – Prebisch et Furtado notamment. En effet, une gestion trop laxiste des finances publiques et de l'inflation mine la confiance des créanciers, nationaux comme internationaux, et fragilise l'action future de l'État, dont le rôle est pourtant stratégique.

De manière générale, le nouveau développementisme accorde un rôle plus central au taux de change et au solde des échanges extérieurs, alors que le développementisme classique mettait l'accent sur le taux d'intérêt et le solde budgétaire. Il considère également que le développement national doit privilégier le recours à un mode de financement interne favorisant des taux d'intérêt modérés, un point relativement négligé par les développementistes classiques.

Dès lors, la macroéconomie promue par le nouveau développementisme doit assurer un taux de profit satisfaisant pour les entreprises et compatible avec un niveau de salaires acceptable pour la population – ce qui n'est possible qu'avec un taux de change compétitif, c'est-à-dire non surévalué à long terme.

2.2. T

Le nouveau développementisme se situe à mi-chemin entre un développementisme classique qui considérait l'État comme moteur de l'économie devant corriger les imperfections du marché et une orthodoxie libérale pour qui le marché représente l'institution de coordination optimale et qui restreint l'action de l'État à ses fonctions régaliennes. Il estime que doivent coexister un marché fort et un État fort. Partant de l'idée que la mondialisation est un système de compétition entre États par firmes interposées, la position de l'État doit être renforcée afin qu'il puisse fournir aux entreprises nationales les conditions

requises pour devenir compétitives au niveau international.

Pour ce faire, l'État, en tant que garant de la mise en œuvre d'une stratégie nationale de développement, doit éviter deux écueils principaux, qui sont d'ailleurs liés : un taux de change surévalué et un recours excessif au financement extérieur.

La surévaluation du taux de change, caractéristique de nombreux pays émergents, permet certes de limiter l'inflation en raison d'une baisse du prix des importations mais pénalise les exportations, donc la compétitivité internationale de ces pays, tout en creusant le déficit de la balance des transactions courantes, entraînant ainsi un recours croissant aux capitaux étrangers pour financer ce déséquilibre. Cette surévaluation du taux de change revêt aujourd'hui un caractère structurel car, dans un capitalisme de plus en plus financiarisé, le taux de change dépend plus des mouvements de capitaux que des échanges commerciaux. Ainsi, tant que les investisseurs pensent qu'un pays est sain, et ils le croiront tant que leurs capitaux seront bien rémunérés, ils investiront dans ce pays et participeront à la surévaluation du taux de change.

La surévaluation du taux de change trouve son origine dans la « maladie hollandaise » ainsi que dans la volonté d'attirer des capitaux étrangers pour financer le développement *via* des taux d'intérêt élevés. Le concept de « maladie hollandaise » a été mis en évidence dans les années 1960 quand la découverte de gisements de gaz naturel aux Pays-Bas a entraîné une hausse de leurs exportations gazières, ce qui a valorisé leur taux de change et menacé leur industrie manufacturière. Par extension, cette « maladie hollandaise », que l'on qualifie également de « malédiction des ressources naturelles », va correspondre à la situation d'un pays disposant de ressources naturelles abondantes dont l'exploitation et la vente induiront une appréciation du taux de change compatible avec la poursuite de l'exploitation de ces ressources naturelles. Une telle situation peut devenir durable lorsqu'elle se traduit par un excédent des échanges commerciaux et ainsi bloquer l'industrialisation de secteurs qui deviennent non compétitifs avec un tel niveau du taux de change, voire provoquer un mouvement de désindustrialisation (Bresser- Pereira, 2009a ; Berr et Ponsot, 2015). Cette « maladie hollandaise » – qui caractérise de nombreux PED, à l'exception notable des pays d'Asie du Sud-Est qui ont réussi leur « rattrapage » – constitue donc une défaillance de marché importante qu'il convient de dépasser par une action volontariste de l'État[7].

Ainsi, en accord avec les principes fondamentaux de la macroéconomie développementiste, le nouveau développementisme distingue deux équilibres du taux de change : l'« équilibre courant », qui équilibre de manière intertemporelle les transactions courantes du pays et qui est donc aussi le taux de marché ; et l'« équilibre industriel », qui permet à un pays de produire des biens exposés à la concurrence internationale sans recours à des droits de douane ou à des subventions. C'est vers ce second taux de change qu'il faut tendre afin de neutraliser la « maladie hollandaise », car il permet aux entreprises utilisant les meilleures technologies disponibles d'être compétitives et profitables (Bresser-Pereira, 2009a, p. 131)[8].

Si cette tendance à la surévaluation du taux de change résulte de la « maladie hollandaise », elle est aussi le produit de trois politiques économiques que les PED adoptent habituellement : une politique de croissance basée sur des financements externes – reposant donc sur un déficit de la balance des transactions courantes et un endettement en devises –, une politique d'ancrage du taux de change afin de contrôler l'inflation, et une politique monétaire privilégiant des taux d'intérêt élevés. Sortir du cadre de ces politiques suppose de remettre en cause la primauté du financement externe dans les politiques de développement.

2.3. F

Si le recours excessif au financement extérieur peut apparaître comme une conséquence d'un taux de change surévalué, dans le cas où celui-ci entraîne des déficits chroniques de la balance des transactions courantes, il en est surtout une des principales causes. Partant de l'idée que les PED ne disposent pas d'une épargne suffisante, l'orthodoxie libérale privilégie le recours à des financements extérieurs, au mépris de l'expérience historique, qui montre que les pays riches ont pu se développer grâce à des financements internes. Cette stratégie, qui fonde les politiques issues du consensus de Washington, justifie l'ouverture grandissante des économies des PED et se traduit par une hausse des taux d'intérêt destinée à attirer les capitaux. L'augmentation des taux d'intérêt et la surévaluation du taux de change qui en découle peuvent, en limitant l'inflation, engendrer une hausse des revenus réels favorables à la consommation. Mais l'investissement et les exportations, tout comme les profits, sont pénalisés, ce qui fragilise la compétitivité des entreprises nationales et obère les perspectives de croissance et le niveau de la demande effective.

Keynes et Kalecki avaient déjà en leur temps mis en garde contre le recours abusif au financement extérieur et ses conséquences en matière de perte de souveraineté. Dans *Les Conséquences économiques de la paix* (1919), Keynes se livre à un réquisitoire contre le traité de Versailles qui statue sur le sort de l'Allemagne vaincue. Il considère en particulier que le recours au financement extérieur installe une relation de domination dont on ne peut sortir qu'en substituant un financement interne à un financement externe, ce qui préfigurerait selon lui des relations internationales plus saines :

> Une nation débitrice n'aime pas son créancier […]. Dans le cas d'une dette intérieure, les parties intéressées sont à la fois débitrices et créancières, et le débat ne porte que sur la répartition de la richesse à l'intérieur du pays. Il n'en va pas ainsi des dettes extérieures, et les nations créditrices peuvent assez rapidement estimer que leurs intérêts sont malencontreusement liés au maintien d'une forme particulière de gouvernement ou d'organisation économique dans les pays débiteurs. (Keynes, 1919, p. 268)

Kalecki met également en garde contre l'impact négatif du financement extérieur, en particulier lorsque celui-ci se pérennise afin de financer un déséquilibre persistant du commerce extérieur. Outre le fait qu'il peut s'avérer difficile d'attirer des flux de capitaux étrangers toujours plus importants, que ce soit sous la forme d'emprunt ou d'investissement direct étranger, des conséquences d'ordre politique sont à craindre – notamment lorsque des firmes multinationales peuvent agir comme de puissants groupes de pression – qui s'avèrent incompatibles avec la mise en œuvre d'une stratégie nationale de développement efficace (Kalecki et Sachs, 1966).

Afin de remédier à ces maux qui bloquent, ou au moins freinent, le développement des économies des PED, le nouveau développementisme, à l'instar de Keynes et de Kalecki notamment, prône l'adoption de stratégies basées principalement sur le financement interne afin de limiter les effets négatifs d'un endettement en devises, qui renforce la domination des créanciers[9]. Mais, pour le nouveau développementisme, ces stratégies doivent également respecter les quatre conditions suivantes : une politique budgétaire non laxiste, c'est-à-dire ne reposant pas sur des déficits publics importants et durables ; des taux d'intérêt modérés ; une balance des transactions courantes équilibrée ; et un taux de change compétitif.

Dans ce cadre d'analyse, le taux de change et le solde de la balance des transactions courantes apparaissent comme les variables centrales, et la lutte contre la surévaluation du taux de change est une priorité. Cela peut se faire quel que soit le régime de change mais suppose que la gestion du taux de change se fasse soit en maintenant les taux d'intérêt à un bas niveau, soit en rejetant les politiques de croissance reposant sur des financements externes, soit en acquérant des réserves internationales en devises, soit en taxant les biens à l'origine de la « maladie hollandaise », soit enfin en imposant des contrôles sur les mouvements de capitaux (Bresser-Pereira, 2009a, p. 136).

Conclusion

Les approches développementistes présentent assurément une filiation avec le paradigme post-keynésien. C'est très vrai concernant les structuralistes, dont le chef de file, Raúl Prebisch, était surnommé « le Keynes latino-américain », un peu moins concernant les diverses approches dépendantistes, qui se réfèrent plus au marxisme. Le nouveau développementisme est aussi inspiré par le post-keynésianisme et s'est construit, comme le développementisme classique, en opposition à l'orthodoxie libérale. Il propose toutefois un renouveau de l'approche développementiste afin de l'adapter au contexte de mondialisation dans lequel nous vivons actuellement. Ainsi, là où le développementisme classique mettait l'accent sur le dualisme des économies des PED et prônait une politique industrielle basée sur la protection des industries naissantes, le nouveau développementisme, à partir d'une analyse centrée sur les pays émergents et résolument plus tourné vers les échanges extérieurs, pointe la surévaluation du taux de change et le recours abusif au financement extérieur comme étant les principaux maux de ces pays.

Références bibliographiques

Berr, É., et Combarnous, F. (2005), « Vingt ans d'application du consensus de Washington à l'épreuve des faits », *Économie appliquée*, vol. 58, nº 2, p. 5-44.

Berr, É., et Combarnous, F. (2007a), « The False Promises of the (Second) Washington Consensus : Evidence from Latin America and the Caribbean (1990-2003) », *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 27, nº 4, p. 525-545.

Berr, É., et Combarnous, F. (2007b), « Une autre lecture de la soutenabilité de la dette », *Revue Tiers monde*, nº 192, p. 789-813.

Berr, É., et Ponsot, J.-F. (2015), « Coopération Sud-Sud et financement du développement : la relation Chine-Amérique du Sud face aux enjeux du développement soutenable », *Mondes en développement*, vol. 43, nº 169, p. 61-76.

Bresser-Pereira, L. C. (2004), « La politique macroéconomique brésilienne (1994-2003) et le second consensus de Washington », *Problèmes d'Amérique latine*, nº 53, p. 81-104.

Bresser-Pereira, L. C. (2009a), *Mondialisation et compétition*, trad. fr. Y. Guillaud, Paris, La Découverte.

Bresser-Pereira, L. C. (2009b), « Amérique latine : de l'interprétation nationaliste à l'interprétation par la dépendance », *Revue Tiers monde*, nº 199, p. 533-546.

Bresser-Pereira, L. C. (2015), « The Access to Demand », *Keynesian Brazilian Review*, vol. 1, nº 1, p. 35-43.

Bresser-Pereira, L. C., Oreiro, J. L., et Marconi, N. (2014), *Developmental Macroeconomics*, Londres, Routledge.

Bresser-Pereira, L. C., et Varela, C. (2004), « The Second Washington Consensus and Latin America's Quasi-Stagnation », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 27, nº 2, p. 231-250.

Cardoso, F. H., Faletto, E. (1978), *Dépendance et développement en Amérique latine*, trad. fr. A. Morvan, Paris, PUF.

Emmanuel, A. (1969), *L'Échange inégal. Essai sur les antagonismes dans les rapports économiques internationaux*, Paris, François Maspero.

Frank, A. G. (1966), *Le Développement du sous-développement*, trad. fr. C. Passadéos, Paris, François Maspero, 1970.

Furtado, C. (1970), *Théorie du développement économique*, trad. fr. A. Diniz Silva, Paris, PUF.

Kalecki, M. (1964), « Observations on Social and Economic Aspects of "Intermediate Regimes" », reproduit dans *Collected Works of Michał Kalecki*, éd. J. Osiatyński, Oxford, Clarendon Press, 1993, t. 5, p. 6-12.

Kalecki, M. (1993), *Collected Works of Michał Kalecki*, éd. J. Osiatyński, Oxford, Clarendon Press, t. 5.

Kalecki, M., et Sachs, I. (1966), « Formes d'aide étrangère : une analyse économique », reproduit dans I. Sachs (1977), *Pour une économie politique du développement*, Paris, Flammarion, p. 120-151.

Keynes, J. M. (1919), *Les Conséquences économiques de la paix*, trad. fr. D. Todd, Paris, Gallimard, 2002.

Meier, G. M., et Seers, D. (dir.) (1984), *Les Pionniers du développement*, Paris, Economica, 1988.

Ponsot, J.-F. (2015), « Original Sin », dans L.-P. Rochon et S. Rossi (dir.), *The Encyclopedia of Central Banking*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 392-394.

Prebisch, R. (1950), *Le Développement économique de l'Amérique latine et ses principaux problèmes*, New York (N. Y.), Organisation des Nations unies.

Rostow, W. W. (1960), *Les Étapes de la croissance économique. Un manifeste non communiste*, trad. fr. M.-J. du Rouret, Paris, Seuil, 1963.

Singer, H. (1950), « The Distribution of Gains between Investing and Borrowing Countries », *American Economic Review*, vol. 40, nº 2, p. 473-485.

Williamson, J. (1990), « What Washington Means by Policy Reform », dans *id.* (dir.), *Latin American Adjustment : How Much Has Happened ?*, Washington (D. C.), Institute for International Economics, p. 5-20.

---

1. Le cinquième tome de ses *Collected Works* (Kalecki, 1993) est entièrement consacré aux économies en développement.

2. Outre Michał Kalecki, les principaux « pionniers » du développement sont Paul Rosenstein-Rodan, Arthur Lewis, Ragnar Nurkse, Raúl Prebisch, Hans Singer, Gunnar Myrdal, Celso Furtado, Albert Hirschmann et François Perroux. Cf. Meier et Seers (1984).

3. Les structuralistes (Prebisch, 1950 ; Singer, 1950) adoptent une approche « réformiste » reposant sur des projets de développement autocentrés basés sur les stratégies de substitution aux importations. Dans les années 1960 et 1970, le mouvement tiers-mondiste va tirer le bilan du relatif échec de ces expériences et avancer l'idée que le sous-développement est la conséquence de la domination des pays capitalistes développés sur les pays du tiers-monde, ce qui rend tout rattrapage impossible. C'est à cette période que s'affirment les approches développementistes « radicales » telles les théories de la dépendance (Furtado, 1970 ; Cardoso et Faletto, 1978 ; Frank, 1966) ou les théories néomarxistes de l'échange inégal (Emmanuel, 1969), fondées sur une analyse centre-périphérie. Ces approches latino-américaines du développement ont en commun de mettre au cœur de l'analyse les aspects politiques du développement et les rapports de force qui en découlent.

4. Bresser-Pereira a tout d'abord utilisé l'expression « orthodoxie conventionnelle » (2009a, p. 72) avant de lui préférer aujourd'hui « orthodoxie libérale », qui exprime mieux le fait que le développementisme s'oppose au libéralisme économique.

5. On assiste en effet aujourd'hui à un retour de ces stratégies nationales dans les discours de nombreux PED et dans certains travaux de la Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement (CNUCED). Cela peut s'expliquer par le contexte de crise que vivent ces pays combiné aux échecs relatifs des expériences basées sur le régionalisme.

6. L'expression provient de Bresser-Pereira (2009a).

7. En résumé, nous pouvons dire que la « maladie hollandaise » est le résultat de rentes ricardiennes liées à des ressources naturelles abondantes induisant un taux de change compatible avec un équilibre à long terme des transactions courantes, mais limitant la compétitivité des biens « échangeables » (autres que les biens primaires exportés), quand bien même ceux-ci utiliseraient la « meilleure technologie disponible au monde » (Bresser-Pereira, 2009a, p. 117).

8. À titre d'exemple, l'industrialisation du Brésil, des années 1930 aux années 1980, a été rendue possible car ce pays a réussi à neutraliser la « maladie hollandaise » en ayant recours à des taux de change multiples tout en imposant des droits de douane élevés sur ses importations et en subventionnant ses exportations. Par la suite, l'application du consensus de Washington, reposant sur l'ouverture commerciale et financière, a conduit à l'abandon de ces mécanismes et causé une forte baisse du taux de croissance économique du pays.

9. Cela suppose aussi de s'interroger sur le niveau d'endettement soutenable pour les PED et de redéfinir la façon dont on l'appréhende (Berr et Combarnous, 2007b).

CHAPITRE 23

Les post-keynésiens et le développement soutenable

Éric Berr

Le développement soutenable est aujourd'hui un mot d'ordre unanimement accepté. S'il a été popularisé dans les années 1980 par le biais du rapport de la Commission mondiale pour l'environnement et le développement, présidée par Gro Harlem Brundtland (CMED, 1988), on assiste à un intérêt croissant envers les questions environnementales dès la fin des années 1960. Ainsi, les travaux du Club de Rome, qui aboutiront à la publication du rapport Meadows (1972), mettent en évidence les conséquences écologiques du modèle occidental de développement et montrent pour la première fois qu'il existe des limites naturelles à la croissance économique. Cette même année, la première conférence des Nations unies sur l'environnement, qui se déroule à Stockholm, inscrit définitivement l'environnement à l'ordre du jour de la communauté internationale. Elle incite les pays en développement à explorer d'autres modes de croissance et va donner naissance à la notion d'écodéveloppement (Sachs, 1980 ; 1997 ; 2013), qui met en avant des principes tels que l'équité, la minimisation des atteintes aux systèmes naturels, le respect des cultures, et qui, tout en dénonçant le surdéveloppement des pays riches, incite les pays en développement à s'appuyer sur leurs propres forces, à prendre confiance en eux et à apprendre à ne plus être dépendants des pays dits développés.

Jugé trop radical par les principales puissances politiques et économiques, l'écodéveloppement sera progressivement marginalisé au profit du développement soutenable. Mais, derrière la définition fournit par le rapport Brundtland – « le développement soutenable est un développement qui répond aux besoins du présent sans compromettre la capacité des générations futures à répondre aux leurs » (CMED, 1988, p. 51) –, deux visions s'opposent. La première, définissant une soutenabilité faible, est d'inspiration néoclassique et repose sur les éléments suivants : 1. valorisation monétaire des éléments naturels afin de les intégrer dans un calcul coûts-bénéfices ; 2. relation vertueuse entre croissance économique et qualité environnementale, qui est à la base de la courbe environnementale de Kuznets ; 3. formulation d'une « règle de soutenabilité » assurant le maintien de la valeur par tête du stock total de capital de la société, en postulant une parfaite substituabilité entre les différentes formes de capital – physique, humain, naturel. La seconde approche, fondant une soutenabilité forte, postule le maintien d'un stock de capital naturel dit critique et rejette donc le principe de substituabilité des facteurs de production au profit de leur complémentarité. Elle s'oppose à la valorisation monétaire des éléments naturels et œuvre à la construction d'une nouvelle économie du bien-être fondée sur des valeurs « éthiques » ainsi qu'à la recherche d'une nouvelle mesure de la richesse. Elle promeut les processus de développement combinant un niveau acceptable d'homogénéité sociale, une répartition équitable des revenus, le plein-emploi et un accès équitable aux services sociaux, et défend une répartition et une gestion des ressources plus efficaces mais aussi un flux constant d'investissements, tant privés que publics, destinés à moderniser l'appareil de production afin d'économiser les ressources naturelles et la peine des êtres humains. Elle suppose également une intégration au marché international qui se fasse dans le respect des souverainetés nationales (Sachs, 1997).

S'il est évident que les post-keynésiens ont tardé à s'intéresser aux questions liées à l'environnement et au développement soutenable (section 1), ils ont cependant toute leur place dans la promotion d'une analyse hétérodoxe du développement soutenable, inspirée par l'écodéveloppement et l'approche en termes de soutenabilité forte, permettant d'envisager positivement l'indispensable transition écologique (section 2).

1. Une prise de conscience tardive des enjeux écologiques

Même si les post-keynésiens n'ont que relativement peu intégré les questions liées à l'environnement et plus largement au développement soutenable, les intuitions de Keynes (Berr, 2009a) comme l'écodéveloppement de Sachs leur fournissent les outils devant leur permettre de s'inscrire dans une approche en termes de soutenabilité forte (Berr, 2009b).

1.1. P

Les post-keynésiens ont, jusqu'au début des années 2000, toujours eu du mal à se positionner par rapport au thème du développement soutenable et à intégrer les questions environnementales dans leurs analyses. Il est d'ailleurs symptomatique de constater qu'aucune entrée spécifique n'est consacrée au développement soutenable dans la première édition de l'*Elgar Companion to Post Keynesian Economics*, publiée en 2003 par John King, où l'on ne trouve qu'une entrée consacrée à l'économie de l'environnement, abordée sous un angle microéconomique. La seconde édition rectifie cette omission (King, 2012) et traduit la prise de conscience des post-keynésiens concernant les questions liées à la soutenabilité.

Ce relatif désintérêt peut s'expliquer par le fait que l'analyse post-keynésienne s'est construite en opposition à la théorie néoclassique, qui elle-même ne fait pas de l'environnement une question centrale (Mearman, 2005). L'accent mis sur la croissance ou le plein-emploi comme le rôle joué par la demande au sein d'une analyse de court terme, conduisant ainsi à privilégier le concept de reproduction à celui de rareté, peuvent faire apparaître une certaine incompatibilité avec une approche centrée sur la soutenabilité car ils semblent minimiser la contrainte écologique (Chester et Paton, 2013).

Cela ne signifie pourtant pas que les post-keynésiens soient illégitimes en la matière. Joan Robinson (1972) considère que l'environnement est une question cruciale et qu'une utilisation abusive des ressources, notamment naturelles, appauvrit le monde, ce qui l'amène à questionner les objectifs de la croissance économique (Robinson, 1977). Marc Lavoie (2009) quant à lui considère que les travaux de Nicholas Georgescu-Roegen, un des pionniers de l'économie écologique, sont compatibles avec l'approche post-keynésienne. Ainsi, Éric Berr (2009b ; 2016), Giuseppe Fontana et Malcolm Sawyer (2013), Jesper Jespersen (2004), Richard Holt (2005 ; 2009), Tobias Kronenberg (2010), ou encore Andrew Mearman (2005), estiment que les bases existent et que l'objectif des post-keynésiens est de s'attacher à l'élaboration d'un modèle économique écologiquement soutenable et socialement équitable. Les fondements d'une telle approche peuvent être trouvés chez Keynes lui-même.

1.2. L

Dans le dernier chapitre de sa *Théorie générale*, Keynes nous fournit les éléments de sa philosophie sociale (Berr, 2016). En considérant que « les deux vices marquants du monde économique où nous vivons sont le premier que le plein-emploi n'y est pas assuré, le second que la répartition de la fortune et du revenu y est arbitraire et manque d'équité » (Keynes, 1936a, p. 366), il montre son attachement à un monde équitable. En revanche, ses références aux questions environnementales sont assez rares, ce qui est

parfaitement logique si l'on garde à l'esprit le contexte historique de son époque. Il s'agit en effet, au cours de la première moitié du XX[e] siècle, de gérer les conséquences de la Première Guerre mondiale, de corriger les déséquilibres monétaires et financiers, de lutter contre un chômage massif ou, plus généralement, de mettre en œuvre un environnement international propice à la paix. Keynes est conscient des limites du capitalisme, limites provenant de son besoin d'accumulation et de sa recherche perpétuelle du profit. Son amour des arts va d'ailleurs l'amener à critiquer vivement le système capitaliste, sans toutefois aller jusqu'à son rejet.

Keynes considère que notre passage sur la Terre a pour but de jouir de la beauté, de la connaissance, de l'amitié et de l'amour, toutes notions qui relèguent l'économie à une place secondaire. Il s'oppose farouchement à la vision libérale héritée des XVIII[e] et XIX[e] siècles, qui représente pour lui une mutation catastrophique pour la civilisation.

> Cette vision, c'était l'idéal utilitariste et économiste – on pourrait dire presque financier – comme seule finalité respectable de la communauté dans son ensemble ; peut-être la plus lamentable hérésie à trouver un écho chez un peuple civilisé. Du pain, rien que du pain, et même pas du pain, et le pain s'accumulant à des taux d'intérêt jusqu'à ce qu'il se change en pierre. (Keynes, 1936b, p. 342 ; notre traduction)

Pour lui, l'art, comme la nature, doit être déconnecté des considérations économiques, car « l'exploitation, et par le fait même la destruction, du don sublime de l'artiste public en le profanant à des fins de rentabilité financière est un des pires crimes du capitalisme d'aujourd'hui » (Keynes, 1936b, p. 344 ; notre traduction).

Il poursuit en dénonçant le fait que

> la même règle autodestructrice du calcul financier régit tous les aspects de l'existence. Nous détruisons la beauté des campagnes parce que les splendeurs de la nature, n'étant la propriété de personne, n'ont aucune valeur économique. Nous serions capables d'éteindre le soleil et les étoiles parce qu'ils ne rapportent aucun dividende. […] De même considérions-nous, jusqu'il y a peu, comme un devoir de ruiner ceux qui cultivent la terre et de détruire les traditions ancestrales de la paysannerie si cela nous permettait de payer la miche de pain un dixième de centime moins cher. (Keynes, 1933, p. 207)

Keynes perçoit que la logique économique et financière est dévastatrice et s'oppose à la raison écologique et sociale, ce qui l'amènera à minimiser le rôle de l'économie (1930). Comme l'écodéveloppement et l'approche en termes de soutenabilité forte le feront plus tard, il est amené à rejeter une approche qui, conformément à la logique néoclassique, intègre l'environnement, sous la forme d'un capital naturel, dans une fonction de production dont les facteurs – travail, capital physique et donc capital naturel – sont substituables, subordonnant ainsi la nature au calcul économique.

1.3. L'

L'écodéveloppement, terme formulé pour la première fois en 1972 par Maurice Strong, alors secrétaire général de la conférence de Stockholm, présente un intérêt certain pour les post-keynésiens. Théorisé par Ignacy Sachs, qui fut en son temps un proche collaborateur de Michał Kalecki à l'École centrale de planification et de statistiques de Varsovie et qui reconnaît l'influence de ce dernier dans la construction de sa propre pensée, ce terme servira de référence au Programme des Nations unies pour l'environnement (PNUE) au cours des années 1970, avant d'être marginalisé et supplanté dans les années 1980 par le concept de développement soutenable, entendu dans son acception faible par les institutions internationales, car jugé trop radical.

Le point de départ de Sachs est la dénonciation du « mal développement des pays dits développés et les conséquences qu'il provoque sur le reste du monde par domination, par effets d'entraînement et par imitation du modèle » (Sachs, 1980, p. 15). Ce « mal développement », fruit du gaspillage des ressources – notamment naturelles – et d'une mauvaise répartition des richesses, doit nous amener à questionner la nature de la croissance et à quelles conditions, sociales et écologiques, elle est acceptable. À l'instar de Kalecki, Sachs juge indispensable que l'État intervienne dans le choix des investissements afin que ceux-ci soient orientés vers la satisfaction des besoins essentiels et la réduction des gaspillages. Cette vision des choses implique également de revenir sur une logique qui, comme l'a magnifiquement montré Karl William Kapp (1963), voit les entreprises, dans toute la mesure du possible, internaliser les profits et externaliser les coûts sociaux, ce qui conduit à un pillage en règle des ressources naturelles.

Dès lors, l'écodéveloppement doit s'appuyer sur trois piliers (Sachs, 1980, p. 32) : 1. la notion de *self-reliance*, favorisant l'autonomie des décisions et l'émergence de modes de développement alternatifs qui tiennent compte du contexte historique, culturel et écologique propre à chaque pays ; 2. la prise en charge équitable des besoins essentiels de chacun, qu'ils soient matériels ou immatériels, et en particulier celui de se réaliser à travers une vie qui ait un sens ; 3. la prudence écologique, c'est-à-dire la recherche d'un développement en harmonie avec la nature.

La recherche d'un développement endogène, suggérée par la *self-reliance*, suppose l'abandon d'une stratégie de développement mimétique dont l'ambition irresponsable et indésirable est de généraliser à l'ensemble de la planète le modèle occidental de développement, qui fragilise une grande majorité de la population mondiale et accentue la pression sur la nature.

De même, la satisfaction des besoins de chacun passe par une meilleure répartition des richesses, donc par une modification du rapport de force en présence, qui fait, de plus en plus, la part belle au marché et aux firmes transnationales. Ce rééquilibrage des pouvoirs suppose que l'État, par le biais d'une planification indicative, fixe les grands objectifs et soit le garant de la réalisation de ceux-ci. Il suppose également un renforcement du poids de la société civile afin d'éviter que l'État ne cesse d'agir au nom de l'intérêt général.

Enfin, respecter la nature ne signifie pourtant pas, selon Sachs, rompre avec la croissance. L'écodéveloppement ainsi défini est

> équidistant de l'économisme abusif qui n'hésite pas à détruire la nature au nom de profits économiques immédiats et de l'écologisme non moins outrancier qui érige la conservation de la nature en principe absolu au point de sacrifier les intérêts de l'humanité et de rejeter le bien-fondé de l'anthropocentrisme. (Sachs, 1980, p. 32)

2. Vers un développement soutenable post-keynésien ?

Si la prise de conscience des enjeux écologiques par les post- keynésiens a été tardive, elle n'en demeure pas moins réelle aujourd'hui. Des tentatives de rapprochement avec le courant de l'économie écologique (Holt, Pressman et Spash, 2009 ; Kronenberg, 2010) et en particulier avec ce que l'on nomme aujourd'hui la « socio-économie écologique » (Berr, 2017 ; Spash, 2011) sont en cours. Une macroéconomie écologique émerge, promue par les post-keynésiens eux-mêmes (Fontana et Sawyer, 2013 ; 2016 ; Rezai, Taylor et Mechler, 2013 ; Taylor, Rezai et Foley, 2016) ou par des économistes écologiques utilisant les outils macroéconomiques post-keynésiens, notamment les modèles stock-flux cohérents (Jackson, Victor et Asjad Naqvi, 2015 ; Jackson et Victor, 2016). Toutefois, certaines zones d'ombre de l'économie post- keynésienne doivent être éclaircies si elle veut prétendre s'inscrire avec succès dans le champ de l'écologie. Ainsi, il faut que les post- keynésiens repensent la place de la croissance économique, qui est vue par les économistes écologiques comme la cause principale de la crise environnementale (Spash et Schandl, 2009 ; Spash, 2011), ce qui doit les conduire à promouvoir des politiques de réduction du temps de travail. Il leur faut également, dans un contexte d'incertitude radicale, redéfinir le rôle de la demande, l'importance accordée à celle-ci semblant nier la rareté des ressources, et en particulier celle des ressources naturelles.

2.1. R

Les économistes post-keynésiens, comme les partisans de l'écodéveloppement, considèrent que la croissance est une condition qui peut être nécessaire, mais en aucun cas suffisante, au développement. Ainsi, la croissance économique n'apparaît pas, comme pour les néoclassiques, tel le remède à tous les problèmes, et n'est pas non plus vue telle la cause de tous nos maux, comme l'affirment les partisans de la décroissance. Plutôt qu'un objectif à atteindre, elle doit être considérée comme le moyen de satisfaire les besoins essentiels – matériels et immatériels – sans dégrader l'environnement, voire comme un simple résultat. Dès lors, la question de la répartition des richesses est indissociable de celle de la croissance, puisqu'il s'agit de définir ce qui doit croître et de s'assurer que les richesses produites profitent équitablement à l'ensemble de la population.

Dans cette optique, la théorie de la croissance de Kalecki (1968) peut être mobilisée. Si elle est élaborée dans le cadre d'une économie socialiste, Kalecki (1970) reconnaît qu'elle peut s'appliquer aux économies capitalistes, à condition d'interpréter différemment certains coefficients. Elle est basée sur l'équation suivante :

$$r = \frac{i}{k} - a + u \qquad (1)$$

où r est le taux de croissance, i la part de l'investissement dans le revenu national, k le coefficient de capital, a le coefficient de dépréciation du capital, qui peut être assimilé à l'obsolescence économique, et u le coefficient de meilleure utilisation de l'appareil de production, notamment « grâce à l'amélioration de l'organisation du travail, à l'utilisation plus économique des matières premières, à l'élimination des défauts de production, etc. » (Kalecki, 1968, p. 16). Dans une économie capitaliste, la concurrence conduit à l'accroissement de a, c'est-à-dire à l'accélération de la « destruction créatrice » ; u dépend de

la demande effective et peut prendre une valeur négative en cas d'anticipations pessimistes conduisant à une sous-utilisation de l'appareil de production.

Dès lors, il apparaît que l'accélération de a freine la croissance tandis qu'elle a un impact négatif sur l'environnement en intensifiant la pression sur les ressources naturelles et leur gaspillage, concurrence oblige. Le résultat de la course au progrès technique sur la croissance est cependant inconnu car ce processus a de grandes chances de se traduire par une diminution de k et, potentiellement, par une hausse de i.

Une instabilité accrue, notamment en matière d'emploi, contribue à créer un environnement économique morose conduisant à affaiblir le niveau de la demande effective. Cette instabilité, fruit d'une incertitude croissante, se traduit par une baisse de u, préjudiciable à la croissance.

Au contraire, une vision optimiste de l'avenir conduit, selon les préceptes keynésiens, à des anticipations favorables engendrant une hausse de l'investissement, donc de u, et une baisse du chômage, encourageant ainsi la croissance. Mais une hausse de u peut s'avérer préjudiciable à l'environnement selon le type d'investissement envisagé. Pour Kalecki, qui se démarque ici de Keynes, il est indispensable que l'État joue un rôle dans l'orientation de l'investissement et dans l'utilisation des techniques de production afin de favoriser l'emploi en privilégiant, chaque fois que cela est possible, l'utilisation de techniques de production intensives en travail et, pourrions-nous ajouter aujourd'hui, afin d'empêcher une pression environnementale trop forte.

Kalecki (1968) utilise une seconde équation, qui lui permet de donner une approximation du taux de croissance :

$$r = \alpha + \varepsilon \qquad (2)$$

où α est le taux de croissance de la productivité du travail résultant du progrès technique et ε le taux de croissance de l'emploi. Il apparaît ainsi, contrairement à ce qu'affirment les néoclassiques, que c'est bien l'emploi qui favorise la croissance et non le contraire.

Suivant Armon Rezai, Lance Taylor et Reinhard Mechler (2013), le taux de croissance de la productivité du travail peut se décomposer de la façon suivante :

$$\alpha = \rho + e \qquad (3)$$

où ρ est le taux de croissance de la productivité de l'énergie, définie comme le rapport entre le revenu national (Y) et la quantité d'énergie utilisée (E), et e le taux de croissance de l'intensité énergétique, définie comme la quantité d'énergie utilisée (E) par unité de travail (L).

À partir de (2) et (3), nous déduisons :

$$r = \rho + e + \varepsilon \qquad (4)$$

En suivant le raisonnement de Sachs (1999), nous pouvons, à partir des équations 2 et 4, définir deux grandes trajectoires de croissance. La croissance intensive est entièrement tirée par l'augmentation de α, donc par celle de ρ et e, et n'induit pas de création d'emplois (d'où $\varepsilon = 0$). Un cas extrême peut même être mis en évidence qui voit le progrès technique s'accompagner d'une réduction de l'emploi. Une telle trajectoire de croissance est clairement insoutenable puisqu'elle repose sur une utilisation toujours plus intensive de l'énergie ($e > 0$). Si la productivité énergétique s'améliore ($\rho > 0$), on peut toutefois penser, comme l'a montré William Stanley Jevons en son temps, qu'un effet rebond apparaîtra, c'est-à-dire qu'une meilleure performance énergétique, résultant du progrès technique, va entraîner une réduction des coûts de production et des prix, engendrant ainsi une augmentation de la demande de consommation, donc un

accroissement de la consommation énergétique.

Il semble donc que seule la croissance extensive, tirée par l'augmentation de l'emploi ($\varepsilon > 0$), puisse être à la fois écologiquement soutenable et socialement équitable. Mais accroître le nombre d'emplois sans accroître, voire en limitant, la pression sur l'environnement passe par la réduction du temps de travail, ce qui, à niveau de production constant, permet de réduire *e*. Nous retrouvons Keynes, pour qui une meilleure répartition des richesses et la recherche du plein-emploi, *via* la réduction du temps de travail, dont il était un ardent défenseur (Berr, 2016), sont les principaux objectifs à atteindre. Notons toutefois qu'il n'est bien évidemment pas question de refuser le progrès technique. Il convient cependant d'en faire un outil au service de la satisfaction des besoins essentiels et du respect de l'environnement, ce qui passe par un contrôle du contenu de α.

2.2. D

Deux caractéristiques essentielles sont associées à l'économie post-keynésienne. Premièrement, elle adopte le principe de la demande effective, conduisant la production à s'ajuster au niveau de la demande et reléguant ainsi les contraintes d'offre au second plan. Deuxièmement, elle appréhende le temps dans sa dimension historique, c'est-à-dire en intégrant la notion d'irréversibilité, tout en naviguant dans un univers incertain, c'est-à-dire non probabilisable.

Le principe de la demande effective consacre le fait que, dans les économies capitalistes modernes, nous sommes face à des situations où coexistent sous-emploi de la main-d'œuvre et capacités de production excédentaires. En excluant toute idée de rareté des facteurs de production, Keynes considère que l'accent doit être mis sur la demande, tant à court terme qu'à long terme. Une telle approche semble entrer en contradiction avec le développement soutenable car, en ne distinguant pas capital physique et capital naturel, elle sous-entend que ce dernier serait également surabondant car non intégralement utilisé. Les post-keynésiens sont pourtant conscients des problèmes environnementaux et du caractère indépassable de la contrainte écologique, ce qui les amène à rejeter le principe de substituabilité des facteurs de production et à privilégier une complémentarité en phase avec une gestion raisonnable des ressources naturelles. Pour eux, les actions entreprises aujourd'hui auront des effets demain, non seulement sur les personnes mais également sur la biosphère. De ce fait, ils considèrent qu'en ce domaine l'analyse coûts-bénéfices est inopérante. Kalecki (1966) note toutefois qu'avec l'augmentation du niveau de vie dans les pays développés la population est de moins en moins encline à remettre en cause un système qui lutte contre le chômage par un gaspillage des ressources. D'où la nécessité d'impliquer l'État, mais aussi la société civile, afin de rediriger les économies sur des voies de développement plus soutenables.

La notion d'incertitude, qui est au cœur de l'analyse de Keynes et constitue un des piliers de sa « révolution », représente la seconde caractéristique essentielle du courant post-keynésien. Si nous vivons dans un monde largement non probabilisable, comme le reconnaît Keynes, il faut alors raisonner en incertitude radicale, c'est-à-dire dans un univers dans lequel il n'existe aucune base scientifique sur laquelle construire le moindre calcul de probabilité. Ainsi, comme le fait remarquer Gilles Dostaler, « dans les sciences morales, l'unité d'analyse est l'être humain agissant dans l'histoire en tâtonnant dans le brouillard » (2005, p. 138). Mais, puisqu'il faut tout de même agir, il convient de trouver une nouvelle base à partir de laquelle il devient possible de prendre des décisions. Et ces décisions doivent être établies, selon Keynes, à partir de prévisions qui permettent de déterminer un comportement

conventionnel, dont les fondements sont toutefois peu solides. Pour lui, les agents économiques se laissent guider par des faits dont ils se sentent suffisamment certains, même si leurs effets ne sont pas les plus significatifs, et par le degré de confiance qu'ils accordent à ces faits. Dès lors, la base conventionnelle qu'il décrit conduit à des situations où la rumeur, la crainte, la désillusion ou au contraire l'espoir – qui sont autant d'éléments non probabilisables – peuvent entraîner une révision brutale et soudaine de ces prévisions et déboucher sur des anticipations autoréalisatrices dont le caractère très mouvant explique, notamment, l'apparition de crises majeures.

La base conventionnelle définie par Keynes permet de mieux comprendre notre attitude en matière environnementale. Ainsi, nous sommes maintenant suffisamment informés sur le fait que nos modes de vie engendrent de multiples pollutions, ce qui va induire d'importants changements climatiques. Mais le fait d'ignorer la forme qu'ils vont prendre – on a donc, d'après Keynes, une confiance limitée – nous invite à ne pas prendre la mesure de ce problème, montrant qu'en la matière le plus important n'est pas de savoir que des changements vont arriver, mais de croire en leur apparition.

Cependant, cette nouvelle donne écologique, qui est une composante de plus en plus importante des prévisions à mesure que les risques environnementaux deviennent plus visibles, doit nous amener à adopter une attitude plus prudente. Et si nous considérons, à la suite de Keynes, que nous vivons dans un monde fait d'incertitude radicale, nous devons promouvoir un nécessaire principe de précaution. Ce principe, apparu pour la première fois en Allemagne à la fin des années 1960, est aujourd'hui consacré par de nombreux textes internationaux. La déclaration de Rio sur l'environnement et le développement (1992), par exemple, en donne, dans son principe 15, la définition suivante :

> Pour protéger l'environnement, des mesures de précaution doivent être largement appliquées par les États selon leurs capacités. En cas de risque de dommages graves ou irréversibles, l'absence de certitude scientifique absolue ne doit pas servir de prétexte pour remettre à plus tard l'adoption de mesures effectives visant à prévenir la dégradation de l'environnement.

Ce principe a donné lieu à deux conceptions antagonistes. La première, qui s'apparente à un principe de précaution faible, considère que la charge de la preuve du danger incombe aux opposants à telle ou telle mesure et se traduit par la gestion d'un risque, au travers d'une analyse en termes avantages / coûts qui consacre la primauté de l'économique, car les gains économiques sont plus simples à mettre en évidence que les coûts humains et écologiques. La seconde, qui renvoie à un principe de précaution fort, estime que c'est aux promoteurs d'une activité à risque de démontrer l'absence de risque « grave ». Rejoignant le « principe responsabilité » de Hans Jonas (1979), cette approche considère que les aspects environnementaux – et l'on pourrait ajouter sociaux – priment sur les questions économiques. Cette vision ne remet pas en cause la primauté de l'investissement chère à Keynes mais interroge le contenu des investissements. D'où l'importance du rôle de l'État, qui, par la loi notamment, doit inciter les entreprises à respecter une certaine éthique et à s'engager dans des investissements « propres ».

Conclusion

Il est incontestable que les post-keynésiens disposent d'arguments solides pour investir avec succès le champ du développement soutenable. Les liens tissés entre incertitude et principe de précaution, une croissance au service d'une meilleure répartition des richesses et un principe de la demande effective rénové sont au cœur d'une vision post-keynésienne du développement soutenable qui doit continuer à réinterroger ses principes fondamentaux et à renforcer ses liens avec les approches hétérodoxes se référant à la version forte de la soutenabilité. L'articulation entre les dimensions sociales et écologiques du développement soutenable exige des changements institutionnels plus ou moins radicaux afin d'assurer une plus grande équité, que celle-ci soit intragénérationnelle ou intergénérationnelle. Cela suppose d'approfondir les liens avec certains courants institutionnalistes – l'institutionnalisme historique issu des travaux de Thorstein Veblen ou de John Rogers Commons, l'école de la régulation, etc. – tout en intensifiant le travail déjà engagé avec l'économie écologique. Dans la construction d'une économie politique du développement soutenable, les post-keynésiens ont assurément un rôle important à jouer.

Références bibliographiques

Berr, É. (2009a), « Keynes and Sustainable Development », *International Journal of Political Economy*, vol. 38, nº 3, p. 22-38.

Berr, É. (2009b), « Le développement soutenable dans une perspective post keynésienne : retour aux sources de l'écodéveloppement », *Économie appliquée*, vol. 62, nº 3, p. 221-244.

Berr, É. (2016), « The Socio-Economic Philosophy of Keynes : Lessons for the Twenty-First Century », dans M. O. Madsen et F. Olesen (dir.), *Macroeconomics after the Financial Crisis : A Post-Keynesian Perspective*, Abingdon, Routledge, p. 146-158.

Berr, É. (2017), « Post Keynesian Economics and Sustainable Development », dans C. L. Spash (dir.), *Routledge Handbook of Ecological Economics*, Abingdon, Routledge, p. 67-76.

Chester, L., et Paton, J. (2013), « The Economic-Environment Relation : Can Post-Keynesians, Régulationists and Polanyians Offer Insights ? », *European Journal of Economics and Economic Policies : Intervention*, vol. 10, nº 1, p. 106-121.

CMED (1988), *Notre avenir à tous*, Montréal, Éditions du Fleuve.

Dostaler, G. (2005), *Keynes et ses combats*, Paris, Albin Michel.

Fontana, G., et Sawyer, M. (2013), « Post-Keynesian and Kaleckian Thoughts on Ecological Macroeconomics », *European Journal of Economics and Economic Policies : Intervention*, vol. 10, nº 2, p. 256-267.

Fontana, G., et Sawyer, M. (2016), « Towards Post-Keynesian Ecological Macroeconomics », *Ecological Economics*, vol. 121, p. 186-195.

Holt, R. P. F. (2005), « Post-Keynesian Economics and Sustainable Development », *International Journal of Environment, Workplace and Employment*, vol. 1, nº 2, p. 174-186.

Holt, R. P. F. (2009), « The Relevance of Post-Keynesian Economics to Sustainable Development », dans P. Lawn (dir.), *Environment and Employment : A Reconciliation*, Londres, Routledge, p. 146-160.

Holt, R. P. F., Pressman, S., et Spash, C. L. (dir.) (2009), *Post Keynesian and Ecological Economics : Confronting Environmental Issues*, Cheltenham, Edward Elgar.

Jackson, T., et Victor, P. A. (2016), « Does Slow Growth Lead to Rising Inequality ? Some Theoretical Reflections and Numerical Simulations », *Ecological Economics*, vol. 121, p. 206-219.

Jackson, T., Victor, P. A., et Asjad Naqvi, A. (2015), « Towards a Stock-Flow Consistent Ecological Macroeconomics », Prosperitas.org.uk.

Jespersen, J. (2004), « Macroeconomic Stability : Sustainable Development and Full Employment », dans L. A. Reisch et I. Røpke (dir.), *The Ecological Economics of Consumption*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 233-249.

Jonas, H. (1979), *Le Principe responsabilité*, trad. fr. J. Greisch, Paris, Flammarion, 2013.

Kalecki, M. (1966), « The Difference between Crucial Economic Problems of Developed and Underdeveloped Non-Socialist Economies », reproduit dans *Collected Works of Michał Kalecki*, éd. J. Osiatyński, Oxford, Clarendon Press, 1993, t. 5, p. 13-19.

Kalecki, M. (1968), *Théorie de la croissance en économie socialiste*, trad. fr. M. Lutfalla, Paris, Sirey,

1970.

Kalecki, M. (1970), « Theories of Growth in Different Social Systems », reproduit dans *Collected Works of Michał Kalecki*, éd. J. Osiatyński, Oxford, Clarendon Press, 1993, t. 4, p. 111-117.

Kapp, K. W. (1963), *Les Coûts sociaux dans l'économie de marché*, trad. fr. B. Bronstein-Vinaver, Paris, Flammarion, 1976.

Keynes, J. M. (1930), « Perspectives économiques pour nos petits-enfants », reproduit dans *La Pauvreté dans l'abondance*, trad. fr. L. Cordonnier, T. Demals, L. Duchêne, H. Philipson, N. Postel et F. Van de Velde, Paris, Gallimard, 2002, p. 103-119.

Keynes, J. M. (1933), « L'autosuffisance nationale », reproduit dans *La Pauvreté dans l'abondance*, trad. fr. L. Cordonnier, T. Demals, L. Duchêne, H. Philipson, N. Postel et F. Van de Velde, Paris, Gallimard, 2002, p. 194-212.

Keynes, J. M. (1936a), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, 2e éd., trad. fr. J. de Largentaye, Paris, Payot, 1969.

Keynes, J. M. (1936b), « Art and the State », reproduit dans *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, éd. D. Moggridge, Londres, Macmillan, 1978, t. 28, p. 341-349.

King, J. E. (dir.) (2012), *The Elgar Companion to Post Keynesian Economics*, 2e éd., Cheltenham, Edward Elgar.

Kronenberg, T. (2010), « Finding Common Ground between Ecological Economics and Post-Keynesian Economics », *Ecological Economics*, vol. 69, p. 1488-1494.

Lavoie, M. (2009), « Post Keynesian Consumer Choice Theory and Ecological Economics », dans R. P. F. Holt, S. Pressman et C. L. Spash (dir.), *Post Keynesian and Ecological Economics : Confronting Environmental Issues*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 141-157.

Meadows, D. H., Meadows D. L., Randers, J., Behrens, W. W. (1972), *Halte à la croissance*, trad. fr. J. Delaunais, Paris, Fayard, 1973.

Mearman, A. (2005), « Why Have Post-Keynesians Had (Relatively) Little to Say on the Economics of the Environment ? », *International Journal of Environment, Workplace and Employment*, vol. 1, no 2, p. 131-154.

Rezai, A., Taylor, L., et Mechler, R. (2013), « Ecological Macroeconomics : An Application to Climate Change », *Ecological Economics*, vol. 85, p. 69-76.

Robinson, J. (1972), « The Second Crisis of Economic Theory », *American Economic Review*, vol. 62, no 1-2, p. 1-10.

Robinson, J. (1977), « What Are the Questions ? », *Journal of Economic Literature*, vol. 15, no 4, p. 1318-1339.

Sachs, I. (1980), *Stratégies de l'écodéveloppement*, Paris, Éditions économie et humanisme-Éditions ouvrières.

Sachs, I. (1997), *L'Écodéveloppement*, Paris, Syros.

Sachs, I. (1999), « L'économie politique du développement des économies mixtes selon Kalecki : croissance tirée par l'emploi », *Mondes en développement*, vol. 27, no 106, p. 23-34.

Sachs, I. (2013), « Plaidoyer pour l'écodéveloppement », *Revue francophone du développement durable*,

nº 2, p. 5-8.

Spash, C. L. (2011), « Social Ecological Economics : Understanding the Past to See the Future », *American Journal of Economics and Sociology*, vol. 70, nº 2, p. 340-375.

Spash, C. L., et Schandl, H. (2009), « Challenges for Post Keynesian Growth Theory : Utopia Meets Environmental and Social Reality », dans R. P. F. Holt, S. Pressman et C. L. Spash (dir.), *Post Keynesian and Ecological Economics : Confronting Environmental Issues*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 47-76.

Taylor, L., Rezai, A., et Foley, D. (2016), « An Integrated Approach to Climate Change, Income Distribution, Employment, and Economic Growth », *Ecological Economics*, vol. 121, p. 196-205.

POSTFACE

Les chemins de la liberté [1]

Alain Parguez

Ce livre est le bienvenu pour faire découvrir aux étudiants en économie, mais aussi à toute personne intéressée par les questions économiques, qu'il existe une autre voie que celle enseignée dans les universités. L'approche post-keynesienne, dont la voix est frappée d'interdiction dans toute université qui se veut respectable, n'y est même pas critiquée car très largement ignorée.

Voilà qui exempte l'économie de tous les débats sur les révolutions scientifiques et qui l'apparente, d'un point de vue épistémologique, à une croyance, voire à une religion. La doctrine économique actuelle naît, comme par miracle, à la fin du XIXe siècle. Ses prophètes sont Léon Walras, Irving Fisher, Alfred Marshall ; elle se perpétue depuis lors, protégée par son langage, les mathématiques, qui joue le rôle du latin pour l'Église catholique romaine. Née théorie de l'équilibre général (ou partiel), elle reste, presque cent cinquante ans après, théorie de l'équilibre général. Certes, au cours des ans, elle fut critiquée dans ses fondements ; la critique fut ignorée, et l'économie devint de plus en plus subtile, incorporant l'économétrie, pour arriver aujourd'hui à sa forme la plus totalitaire, les modèles d'équilibre général dynamique stochastique (DSGE).

Pourquoi cette « exception économique » quand toutes les sciences, dures ou sociales, ne cessent de se métamorphoser ? Le programme post-keynésien, en tous ses aspects, peut-il, s'il est connu, briser cette force de l'économie post-walrasienne ?

Dans son dernier livre, l'auteur de la préface du présent ouvrage, James Galbraith (2014)[2], donne les éléments d'une réponse. M'appuyant sur la « loi des trois pouvoirs » énoncée par l'économiste historien Jean Lhomme (1960) – pouvoir spirituel, pouvoir politique, pouvoir économique – et sur les travaux de Thomas Ferguson (1995), j'entrevois la réponse à la première question : l'économie « officielle » exerce une hégémonie intellectuelle sans partage.

En effet, c'est elle qui est enseignée dans les universités les plus prestigieuses aux États-Unis et ailleurs. Ses adeptes contrôlent toutes les grandes revues scientifiques, donc les carrières. Elle jouit ainsi pleinement d'une emprise académique qui incarne le pouvoir spirituel, ce que Lhomme appelle le pouvoir social. Investis de cette onction spirituelle, les meilleurs étudiants de ces universités accèdent aux plus hautes fonctions dans la finance, les grandes firmes multinationales, en un mot le pouvoir spirituel engendre le pouvoir économique. En contrepartie, ces universités attirent l'argent sous forme de subventions, contrats, donations, prix Nobel, etc. Les économistes de renom deviennent riches, et leurs moindres articles, entretiens, sont payés à l'aune des stars. Ce pouvoir économique devient total car, si pure se veut-elle, si protégée soit-elle par les plus altruistes équations, l'économie officielle est source d'une idéologie économique hégémonique, englobant le corps social en son entier ! Voilà qui n'est pas nouveau. Le père de l'économie pure, Walras, concevait son équilibre général comme un mythe, une fin de l'histoire, auquel la société n'accédait que par une politique économique et sociale qui imposait, grâce au pouvoir totalitaire de l'État, les lois implacables du marché aboutissant à la dictature d'une poignée de super-technocrates. On le disait socialiste, et ce socialisme était celui du « talon de fer » de Jack London abolissant la liberté concrète dans un monde agricole.

Ses héritiers du XXIe siècle, s'ils se disputent sur des détails, s'accordent sur le règne des marchés, le démantèlement de l'État, la stabilité innée du système, sur l'évidence que les crises ne sont que des accidents imputables à l'absence de perfection des « modèles ». Voilà pourquoi il serait naïf de croire que la crise financière de 2007-2008, ayant détruit la croyance dans le dogme des marchés financiers

parfaits, puisse avoir un effet durable sur le cœur de l'économie dominante. L'explication en est donnée par John Quiggin dans son remarquable ouvrage *Zombie Economics* (2010). Il suffit de dire que l'hypothèse de l'efficacité parfaite et perpétuelle des marchés était une exagération imprudente qui allait au-delà de ce que permettaient les fameux modèles d'équilibre général dynamique stochastique. Le tour est joué. Ainsi, l'économie dominante devient – *via* ses leviers traditionnels que sont Wall Street, la City, etc. –, la vision des super-technocrates – les experts suprêmes qui dominent le FMI, la Banque mondiale, les institutions européennes et tous les gouvernements. Après le pouvoir économique, l'économie dominante acquiert le pouvoir politique total, donc celui d'exclure *ab initio* toute hérésie économique. En somme, Joan Robinson avait raison d'user de ce vocable religieux. L'économie enseignée est une religion qui peut se permettre de décréter erreur pernicieuse toute critique. Pour protéger le monde, on se doit d'ignorer le doute !

Se pose alors la deuxième question que soulève ce livre : comment briser l'hégémonie orthodoxe ?

Les promoteurs de cet ouvrage ont compris qu'une critique interne des piliers du temple, et, pis, un essai de dialogue, est une voie sans issue. La preuve en fut donnée par l'échec de la démonstration du manque de fondement de la fonction de production dite néoclassique par Joan Robinson.

Cette dernière gagna, elle fut ignorée, et aujourd'hui la fonction de production néoclassique règne encore après d'habiles rajeunissements à travers les concepts de production « potentielle » ou « structurelle ». Échec aussi total du programme néoricardien inspiré par Piero Sraffa. Il n'en reste rien, il est oublié. On doit s'interroger sur la raison de cet échec, car la réponse peut ouvrir les chemins de la libération ! Quels sont les vrais piliers du temple orthodoxe ? Le postulat d'un équilibre naturel à long terme assuré par la bonne politique économique, la stabilité autocorrectrice, une fois éliminées quelques exagérations comme la fameuse hypothèse des marchés financiers parfaitement informés et source de vérité absolue. Les forces réelles dominent, la monnaie n'est pas au cœur du système. Or le drame des néoricardiens est qu'eux aussi ignoraient la monnaie, postulaient l'équilibre ou la gravitation autour d'un équilibre, et surtout ne proposaient aucune politique économique et sociale ; d'ailleurs ils ignoraient également l'État. Voulant, comme Joan Robinson, rester dans le plus pur des univers académiques, renchérissant d'abstraction avec les orthodoxes, ils étaient perdus !

Voilà pourquoi les promoteurs de ce livre ont eu raison de ne pas s'enfermer dans un cadre académique et abstrait, et de chercher les chemins de la libération.

Qu'il soit permis de s'interroger sur l'espoir d'un succès. Comment ce programme peut-il être investi des trois pouvoirs ? Là est le véritable enjeu ! On ne peut partir du pouvoir académique ou spirituel car il est monopolisé par les orthodoxes. Je crois donc qu'il faut partir du pouvoir politique, accaparé par l'une des composantes majeures des capitalistes, la classe des experts-technocrates (Parguez, 2016), contrôlant la classe politique qui en est de plus en plus issue. Comment ? En lui faisant comprendre que les politiques qu'elle impose causent et accélèrent la métamorphose du capitalisme en un système catastrophique ne survivant que par l'illusion d'une fausse richesse, d'une fausse croissance, niant de plus en plus la réalité. Encore faut-il aller jusqu'au bout dans cet effort visant à déchirer le voile idéologique. Qu'il ne soit donc plus question d'équilibrer ou même de multiplier, de passer d'un sentier d'équilibre à un autre, d'actions désespérées en vue de stimuler les « forces du marché ».

Comme James Galbraith, je crois que, tôt ou tard, on peut convaincre la classe technocratique et qu'il est urgent, dans un univers qui s'écroule, de changer de voie. Je crois que nous nous accordons sur le fait que c'est auprès d'eux que notre voix peut faire écho.

Pour arracher à l'orthodoxie son pouvoir spirituel, il faut aussi agir sans relâche auprès du public éclairé qui souffre de la métamorphose du système par les politiques impitoyables qu'elle impose, celui

qui n'a pas été encore « formaté » par le pouvoir académique. Par cette action aux deux extrêmes du corps social, on peut priver l'orthodoxie de son pouvoir politique et donc de son pouvoir économique.

Ce livre s'inscrit dans la tradition ouverte par la révolution de la pensée qui résulta de l'œuvre de Descartes, ses *Méditations métaphysiques* (1641), et surtout de son abrégé le *Discours de la méthode* (1637), qui brisèrent le joug de la Sorbonne gardienne de l'idéologie catholique médiévale. Descartes dut fuir la rage du cardinal de Richelieu aux Pays-Bas, puis en Suède, où il mourut de froid. Richelieu avait compris que la Sorbonne donnait l'onction du pouvoir spirituel à l'ordre absolutiste quasi technocratique.

En somme, elle était la Paris School of Economics ou la Toulouse School of Economics de l'époque. L'orthodoxie révélée en ces saintes enceintes joue le rôle de la théologie de la soumission aux classes dirigeantes de naguère. La Sorbonne voulait rivaliser avec l'Université pontificale grégorienne de Rome. Les « nouvelles Sorbonne » veulent rivaliser avec les sources suprêmes du pouvoir spirituel, les grandes universités anglo-saxonnes. Les équations et le « *Wall Street English* » remplacent le latin d'Église d'antan. En somme, elles ne visent, comme les modestes départements d'économie des provinces, qu'à procurer des experts à bon marché à la classe dirigeante française, qui cherche à sauver son pouvoir politique, garant de son pouvoir économique en cette phase de totale métamorphose, peut-être finale, du capitalisme. Par ce livre, ses promoteurs veulent éclairer les esprits et ouvrir les chemins de la liberté dans un pays où l'académie fit tout pour prévenir le doute à l'égard de l'ordre social, en s'efforçant de faire oublier Keynes.

Références bibliographiques

Ferguson, T. (1995), *The Golden Rule*, Chicago (Ill.), University of Chicago Press.

Galbraith, J. K. (2008), *L'État prédateur*, trad. fr. F. et P. Chemla, Paris, Seuil, 2009.

Galbraith, J. K. (2014), *La Grande Crise. Comment en sortir autrement*, trad. fr. F. et P. Chemla, Paris, Seuil, 2015.

Lhomme, J. (1960), *La Grande Bourgeoisie au pouvoir*, Paris, PUF.

Parguez, A. (2016), « How the Planned Perversion of Democracy Generated Accelerated Inequalities », *Journal of Contemporary Economic and Business Issues*, vol. 3, nº 2, p. 49-60.

Quiggin, J. (2010), *Zombie Economics*, Princeton (N. J.), Princeton University Press.

---

1. J'emprunte le titre bien sûr au célèbre roman de Jean-Paul Sartre.

2. L'auteur reproche, avec raison, aux hétérodoxes de s'en tenir au plan académique, d'ignorer les métamorphoses du capitalisme et de trop croire en des chiffres purement idéologiques. Dès son précédent ouvrage (Galbraith, 2008), il avait dévoilé la loi des trois pouvoirs de Jean Lhomme.

Présentation des auteurs

Michaël Assous est professeur d'économie à l'université Lyon 2 et membre du laboratoire Triangle (UMR CNRS 5206). Ses recherches portent sur l'histoire de la macroéconomie et le problème de l'instabilité. Il a publié, avec Paul Fourchard, *Kalecki et l'essor de la macroéconomie* (ENS Éditions, 2017) et, avec Julio López G., *Michał Kalecki* (Palgrave Macmillan, 2010).

Éric Berr est maître de conférences en économie à l'université de Bordeaux et membre du Groupe de recherche en économie théorique et appliquée (GREThA – UMR CNRS 5113). Ses recherches s'inscrivent principalement dans le champ de l'économie du développement et abordent, dans une perspective post-keynésienne, les questions liées à la soutenabilité des modèles de développement ainsi qu'à leur financement. Il a publié *L'Intégrisme économique* (Les Liens qui libèrent, 2017) et a dirigé, avec Jean-Marie Harribey, *Le Développement en question(s)* (Presses universitaires de Bordeaux, 2006).

Marc Bousseyrol est professeur de chaire supérieure au lycée Turgot à Paris. Ses recherches portent sur l'histoire de la pensée économique et sur l'économie politique de la dette publique. Il est l'auteur d'*Introduction à la lecture de Keynes* (Ellipses, 2000) et de *Vive la dette* (Thierry Magnier, 2009).

Luiz Carlos Bresser-Pereira est professeur émérite de la fondation Getúlio-Vargas à São Paulo. Il a été ministre des Finances du Brésil (1987) et de l'administration fédérale brésilienne (1995-1998). Il est l'éditeur du *Brazilian Journal of Political Economy* et l'auteur de nombreux ouvrages, dont *Mondialisation et compétition* (La Découverte, 2009), *The Political Construction of Brazil* (Lynne Rienner Publishers, 2016) et, avec José Luís Oreiro et Nelson Marconi, *Developmental Macroeconomics* (Routledge, 2014).

Emmanuel Carré est maître de conférences en économie à l'université de Bretagne Sud. Ses recherches portent principalement sur la politique monétaire et les banques centrales. Ses publications récentes traitent du lien entre politique monétaire et politique macroprudentielle. Il a écrit les entrées sur la crédibilité et sur les canaux de transmission de la politique monétaire dans *The Encyclopedia of Central Banking* (Edward Elgar, 2015).

Sébastien Charles est maître de conférences en économie à l'université Paris 8 et membre du Laboratoire d'économie dionysien (LED). Spécialiste de la macroéconomie post-keynésienne, ses recherches abordent les questions liées à la répartition des revenus, l'accumulation et l'endettement. Elles ont fait l'objet de publications, notamment dans le *Cambridge Journal of Economics*, le *Journal of Post Keynesian Economics* et *Metroeconomica*. Il est également l'auteur de *Macroéconomie hétérodoxe* (L'Harmattan, 2006).

Laurent Cordonnier est professeur d'économie à l'université de Lille et chercheur au Clersé (UMR CNRS 8019). Ses travaux traitent de la croissance, de la répartition et de l'emploi, dans le cadre du capitalisme financiarisé. Il a publié *Pas de pitié pour les gueux* (Raison d'agir, 2000), *L'Économie des Toambapiks. Une fable qui n'a rien d'une fiction* (Raison d'agir, 2010) et, avec Thomas Dallery,

Vincent Duwicquet, Jordan Melmiès et Franck Van de Velde, *Le Surcoût du capital : la rente contre l'activité* (Presses universitaires du Septentrion, 2015).

Orsola Costantini est économiste senior à l'Institute for New Economic Thinking et rédactrice adjointe de l'*International Journal of Political Economy*. Ses publications récentes traitent de la politique fiscale. Son travail sur l'estimation des soldes budgétaires structurels a été primé par l'Association italienne pour l'histoire de l'économie politique (STOREP) en 2014.

Thomas Dallery est maître de conférences en économie à l'université du Littoral Côte d'Opale et chercheur au Clersé (UMR CNRS 8019). Il conduit des recherches portant sur la financiarisation du capitalisme, que ce soit dans ses implications pour les décisions des entreprises à l'échelle microéconomique, les dynamiques de croissance et de répartition à l'échelle macroéconomique, ou la conduite des politiques économiques par les États. Il a publié, avec Tristan Auvray et Sandra Rigot, *L'Entreprise liquidée. La finance contre l'investissement* (Michalon, 2016).

Quirin Dammerer a étudié l'économie à l'université de Vienne et l'économie politique à l'université de Kingston à Londres. Il est engagé depuis de nombreuses années dans la promotion du pluralisme en économie. Il travaille actuellement à l'institut Jahoda-Bauer à Linz (Autriche), et entreprend des études en économie humaine et sociale à l'université de Klagenfurt.

Amitava Krishna Dutt est professeur d'économie et de science politique à l'université Notre Dame, dans l'Indiana (États-Unis). Ses thèmes de recherche comprennent les inégalités, la croissance, le développement et l'économie politique. Auteur de nombreux articles et chapitres d'ouvrage, il a notamment publié *Growth, Distribution and Uneven Development* (Cambridge University Press, 1990) et *Pathways to Economic Development* (Oxford University Press, 2014). Il est également co-éditeur de *Metroeconomica* et de la *Review of Social Economy*.

Vincent Duwicquet est maître de conférences en économie à l'université de Lille et chercheur au Clersé (UMR CNRS 8019). Ses recherches portent sur la crise de l'euro, l'intégration financière et la modélisation post-keynésienne. Il a publié, avec Jacques Mazier et Mickaël Clévenot, *Quand les crises reviennent* (Economica, 2016).

James K. Galbraith est titulaire de la chaire Lloyd M. Bentsen Jr. en relations public-privé à l'École supérieure d'affaires publiques Lyndon B. Johnson de l'université d'Austin, au Texas (États-Unis). Ancien directeur exécutif du comité économique mixte du Congrès américain et ancien président de l'association des « Économistes pour la paix et la sécurité », ses recherches abordent principalement la mesure des inégalités économiques à travers le projet sur les inégalités de l'université du Texas (UTIP). Ses ouvrages les plus récents sont *La Grande Crise. Comment en sortir autrement* (Seuil, 2015), *Crise grecque, tragédie européenne* (Seuil, 2016) et *Inequality : What Everyone Needs to Know* (Oxford University Press, 2016).

Claude Gnos est économiste, chercheur associé au Laboratoire d'économie de Dijon (LEDi) de l'université de Bourgogne et au Research Laboratory of Monetary Economics de l'université de Lugano (Suisse). Spécialisé en macroéconomie monétaire, il a publié de nombreux articles et a notamment dirigé, avec Sergio Rossi, *Modern Monetary Macroeconomics : A New Paradigm for Economic Policy* et, avec Louis-Philippe Rochon et Domenica Tropeano, *Employment, Growth and Development : A Post-*

Keynesian Approach (Edward Elgar, 2012).

Antoine Godin est économiste à l'Agence française de développement, en charge du projet de modélisation macroéconomique de la transition bas carbone, et chercheur associé au Centre d'économie de l'université Paris Nord (CEPN – UMR CNRS 7234). Il est l'auteur d'une thèse traitant notamment des dynamiques d'emploi dans les modèles stock- flux cohérent (SFC) et a publié de nombreux articles sur le sujet, dont « Green Jobs for Full Employment, a Stock Flow Consistent Analysis », dans Michael J. Murray et Mathew Forstater (dir.), *Employment Guarantee Schemes* (Palgrave Macmillan, 2013).

Michaël Lainé est enseignant-chercheur en économie à l'EDC Paris Business School. Il est le fondateur des éditions Prométhée, qu'il a dirigées pendant six ans. Ses thèmes de recherche comprennent l'anticipation d'investissement des entrepreneurs et spéculateurs, l'incertitude radicale, la théorie de la décision ainsi que l'épistémologie. Il est l'auteur d'une anthologie de philosophie, *La Sagesse des anciens* (Arléa, 2003), et d'ouvrages d'économie, parmi lesquels *Le Marché introuvable* (Syllepse, 2009) et *Sous l'emprise des esprits animaux* (Classiques Garnier, 2018).

Dany Lang est maître de conférences en économie à l'université Paris 13 et chercheur au Centre d'économie de l'université Paris Nord (CEPN – UMR CNRS 7234). Ses recherches portent sur la macroéconomie post-keynésienne et abordent principalement les questions liées à la croissance, à la répartition du revenu et à l'emploi. Auteur de nombreux articles, notamment dans le *Cambridge Journal of Economics*, le *Journal of Evolutionary Economics*, *Economic Modelling* et le *Journal of Post Keynesian Economics*, il a également publié *Hysteresis in Unemployment : Time, Unemployment and Economic Dynamics* (VDM Verlag, 2009).

Marc Lavoie est titulaire d'une chaire d'excellence de l'université Sorbonne Paris Cité, professeur à l'université Paris 13 et chercheur au Centre d'économie de l'université Paris Nord (CEPN – UMR CNRS 7234). Professeur émérite de l'université d'Ottawa (Canada), il est aussi *research fellow* du Macroeconomic Research Institute de la fondation Hans-Böckler. Outre de nombreux articles et chapitres de livre, il a publié *L'Économie postkeynésienne* (La Découverte, 2004), *Post-Keynesian Economics : New Foundations* (Edward Elgar, 2015) et, avec Wynne Godley, *Monetary Economics : An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth* (Palgrave Macmillan, 2007).

Matthieu Llorca est maître de conférences en économie à l'université de Bourgogne Franche-Comté, membre du Laboratoire d'économie de Dijon (LEDi). Auteur d'une thèse sur le rôle de l'État, la politique budgétaire et la soutenabilité de la dette publique, il a publié plusieurs articles sur ce sujet dans *Cuadernos de Economía*, *Applied Economic Letters* et *Post-Communist Economies*.

André Lorentz est maître de conférences en économie à l'université de Strasbourg et chercheur au Bureau d'économie théorique et appliquée (UMR CNRS 7522). Ses travaux mettent l'accent sur les transformations structurelles induites par le changement technologique et leurs effets sur la croissance et le développement économique. Ils ont fait l'objet de publications, notamment dans le *Journal of Evolutionary Economics*, *Metroeconomica* et la *Revue économique*.

Edwin Le Héron est professeur d'économie politique à Sciences Po Bordeaux et chercheur au centre Émile-Durkheim. Il est également président de l'ADEK (Association pour le développement des études

keynésiennes), qui regroupe les économistes post-keynésiens francophones. Ses recherches concernent principalement l'organisation des banques centrales et la politique monétaire, ainsi que la modélisation macroéconomique stock-flux cohérente (SFC). Il dirige la collection « Retour à l'économie politique » aux éditions Le Bord de l'eau. Il a notamment publié *À quoi sert la Banque centrale européenne ?* (2e éd., La Documentation française, 2016).

Jonathan Marie est maître de conférences en économie à l'université Paris 13. Il est directeur adjoint du Centre d'économie de l'université Paris Nord (CEPN – UMR CNRS 7234) et membre du groupe Dynamiques du capitalisme et analyses post-keynésiennes (DyCAP). Il a publié, avec Jean-Marie Harribey, Esther Jeffers, Dominique Plihon et Jean-François Ponsot (pour le compte des Économistes atterrés) *La Monnaie. Un enjeu politique* (Seuil, 2018).

Jordan Melmiès est maître de conférences à l'université de Lille et chercheur au Clersé (UMR CNRS 8019). Ses travaux portent sur la concurrence, la théorie des prix et des marges de profit. Il a publié, avec Laurent Cordonnier, Thomas Dallery, Vincent Duwicquet et Franck Van de Velde, *Le Surcoût du capital : la rente contre l'activité* (Presses universitaires du Septentrion, 2015).

Virginie Monvoisin est professeure associée à Grenoble École de management. Ses travaux de recherche portent sur l'économie monétaire et financière, sur l'endogénéité de la monnaie et notamment sur les pratiques alternatives relatives à ce domaine. Ils ont donné lieu à de nombreuses publications, dont « Rethinking the Role of Banks », dans Louis-Philippe Rochon et Sergio Rossi (dir.), *A Modern Guide to Rethinking Economics* (Edward Elgar, 2017).

Éric Nasica est professeur d'économie à l'université Côte d'Azur et membre du GREDEG (UMR CNRS 7321). Ses travaux abordent principalement l'analyse de la relation entre intermédiation financière et activité économique. Dans ce domaine, il est l'auteur de l'ouvrage *Finance, Investment and Economic Fluctuations : An Analysis in the Tradition of Hyman P. Minsky* (Edward Elgar, 2000), ainsi que d'articles dans différentes revues dont l'*European Journal of the History of Economic Thought*, le *Journal of Post Keynesian Economics*, les *Cahiers d'économie politique* et la *Revue d'économie politique*.

Alain Parguez a enseigné l'économie comme professeur à l'université de Franche-Comté, à Besançon, de 1978 à 2009, et a été chercheur associé au département d'économie de l'université d'Ottawa (Canada). Il a beaucoup travaillé à développer une théorie du circuit monétaire. Ses thèmes de recherche couvrent la politique monétaire, la théorie des crises et la politique économique, et en particulier l'impact des mesures d'austérité, qu'il considère être la cause des crises mondiales. Outre de nombreux articles et chapitres d'ouvrage, il a notamment publié, avec Jean-Gabriel Bliek, *Le Plein-emploi ou le Chaos* (Economica, 2006).

Jean-François Ponsot est professeur d'économie à l'université Grenoble Alpes et membre du Centre de recherche en économie de Grenoble (CREG). Ses travaux portent sur l'économie monétaire et financière, l'économie monétaire internationale et l'histoire de la pensée de Keynes. Il a récemment publié, avec Michel Aglietta et Pépita Ould Ahmed, *La Monnaie, entre dettes et souveraineté* (Odile Jacob, 2016).

Frédéric Poulon est professeur d'économie *a riposo* de l'université de Bordeaux. Tous ses travaux

gravitent autour de la monnaie, Keynes et l'école du circuit, dont il est l'un des principaux théoriciens. Il a récemment publié *La Pensée économique de Keynes* et *La Pensée monétaire* (Dunod, 2016).

Louis-Philippe Rochon est professeur d'économie titulaire à l'université Laurentienne (Canada). Il est le fondateur de la *Review of Keynesian Economics*. Ses recherches portent sur la politique et la théorie monétaire, la politique budgétaire et la théorie post-keynésienne. Auteur de très nombreux articles et ouvrages, il a récemment dirigé, avec Sergio Rossi, chez Edward Elgar, *The Encyclopedia of Central Banking* (2015), *An Introduction to Macroeconomics* (2016), *A Modern Guide to Rethinking Economics* (2017) et *Advances in Endogenous Money Analysis* (2017).

Sergio Rossi est professeur ordinaire de macroéconomie et d'économie monétaire à l'université de Fribourg (Suisse). Il est membre des comités scientifiques de *Cogent Economics and Finance*, de l'*International Journal of Monetary Economics and Finance*, de la *Review of Keynesian Economics* et de la *Review of Political Economy*. Auteur de nombreux articles et ouvrages en collaboration, il a récemment dirigé, avec Louis-Philippe Rochon, *Advances in Endogenous Money Analysis* et *A Modern Guide to Rethinking Economics* (Edward Elgar, 2017), ainsi que, avec Jean-Luc Bailly et Alvaro Cencini, *Quantum Macroeconomics* (Routledge, 2017).

Mario Seccareccia est professeur d'économie titulaire à l'université d'Ottawa (Canada). Il est l'éditeur de l'*International Journal of Political Economy*. Auteur de nombreux articles et ouvrages dans le domaine de l'économie post-keynésienne, il a notamment publié, avec William Baumol, Alan Blinder et Marc Lavoie, *Macroeconomics : Principles and Policies* (Nelson, 2009) et dirigé, avec Louis-Philippe Rochon, *Monetary Economies of Production : Banking and Financial Circuits and the Role of the State* (Edward Elgar, 2013).

Pascal Seppecher est chercheur au Centre d'économie de l'université Paris Nord (CEPN – UMR CNRS 7234). Il est l'auteur de « Jamel » (*Java agent-based macroeconomic laboratory*), l'un des tout premiers modèles macroéconomiques à base d'agents multiples respectant la cohérence des stocks et des flux (SFC). Ses travaux ont fait l'objet de publications dans *Applied Economics*, *Industrial and Corporate Change* et le *Journal of Evolutionary Economics*.

Franck Van de Velde est maître de conférences émérite à l'université de Lille et participe aux travaux du groupe de recherche post-keynésien du Clersé (UMR CNRS 8019). L'histoire de la pensée économique et la macroéconomie post-keynésienne constituent ses principaux domaines de recherche. Il a notamment publié *Monnaie, chômage et capitalisme* (Presses universitaires du Septentrion, 2005).

Nicolas Zorn est directeur général de l'Observatoire québécois des inégalités, dont la mission est d'encourager et de faciliter la réduction des inégalités de revenus, d'opportunité et de qualité de vie lorsqu'elles sont trop élevées. Doctorant à l'université de Montréal en science politique, il est spécialiste des inégalités et des politiques publiques. Il a récemment publié l'ouvrage *Le 1 % le plus riche : l'exception québécoise* (Presses de l'université de Montréal, 2017) et l'essai autobiographique *J'ai profité du système. Des centres jeunesses à l'Université, parcours d'un enfant du modèle québécois* (Somme toute, 2017).